

Corporate governance ja toimitusjohtajan palkitseminen Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa

Laskentatoimi
Maisterin tutkinnon tutkielma
Pauli Ekonen
2014



Aalto-yliopisto
Kauppakorkeakoulu

Corporate governance ja toimitusjohtajan palkitseminen Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa

Pro gradu -tutkielma
Pauli Ekonen
Kevät 2014
Laskentatoimi

Hyväksytty laskentatoimen laitoksella ___ / ___ 20__ arvosanalla _____

Tekijä Pauli Ekonen

Työn nimi Corporate governance ja toimitusjohtajan palkitseminen Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa

Tutkinto Kauppatieteiden maisterin tutkinto

Koulutusohjelma Laskentatoimi

Työn ohjaaja(t) Seppo Ikäheimo

Hyväksymisvuosi 2014**Sivumäärä** 72 s.+ liit. 4s.**Kieli** Suomi

Tiivistelmä

Tutkimuksen tavoitteet: Tavoitteena on tutkia erilaisten yleisten corporate governance -tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen Suomessa, Ruotsissa ja Norjassa. Tutkittaviin corporate governance -tekijöihin kuuluu erilaisia hallitustekijöitä ja johdon ominaisuuksia kuvaavia muuttujia. Lisäksi tutkitaan pörssiyritysten omistuksen keskittymisen vaikutusta käteispalkitsemiseen. Tavoitteena on analysoida laajalla Pohjoismaisella datalla, miten corporate governance -tekijät vaikuttavat toimitusjohtajan käteispalkitsemiseen ja verrata tuloksia aiempien akateemisten tutkimusten tuloksiin, joista tunnetuimmat on tehty pääasiassa anglosaksisissa maissa. Tutkimus pohjautuu agenttiteoriaan, optimaaliseen sopimusteoriaan ja johtajan valta -teoriaan.

Aineisto ja menetelmä: Aineisto perustuu otokseen Suomen, Ruotsin ja Norjan pörssiyrityksistä. Kustakin maasta on valittu 50 suurinta pörssiyritystä 2.11.2012 markkina-arvoon perustuen pois lukien pankki- ja rahoitusalan yritykset. Aineisto on kerätty neljän tilikauden ajalta 2008–2011. Toimitusjohtajaa koskevat ominaisuudet, kuten palkka, ikä ja toimikauden pituus, on kerätty vuosilta 2009–2011. Hallitus-, omistajuus- ja yritysmuuttujia koskeva aineisto on kerätty vuosilta 2008–2010. Otoksen koko on suurimmillaan 446 havaintoa per muuttuja. Tutkimusmenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia. Lisäksi aineistoa analysoidaan erilaisilla kuvailevilla tunnusluvuilla ja korrelaatioanalyysilla.

Tulokset: Tulosten perusteella Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallitusjäsenien määrä vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen. Negatiivisesti toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen vaikuttavat toimitusjohtajan juurtuneisuus ja yrityksen omistuksen keskittyminen. Lisätestissä, jossa poistettiin yritysvuodet, jolloin toimitusjohtaja oli vaihtunut, löydettiin positiivinen yhteys johtokunnan koon ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemisen välillä. Tutkimuksessa havaittiin, että kontrollimuuttujana käytetty yrityksen koko on keskeinen toimitusjohtajan käteispalkitsemista selittävä tekijä. Agenttiteorian kannalta keskeisille muuttujille, hallituksen koolle ja hallituksen jäsenien riippumattomuudelle yrityksistä, ei sen sijaan löytynyt tilastollista merkitsevää yhteyttä toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen. Myöskään toimitusjohtajan iällä, naisten osuudella hallituksessa tai yrityksen menestyksellä ei näyttänyt olevan tilastollista merkitsevyyttä toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen.

Avainsanat toimitusjohtajan palkitseminen, corporate governance, agenttiteoria, optimaalinen sopimusteoria, johtajan valta -teoria, Pohjoismaat

Sisällysluettelo

1	Johdanto	1
1.1	Motivaatio	1
1.2	Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset	4
1.3	Tutkielman toteuttaminen	5
1.4	Keskeiset tutkimustulokset	6
1.5	Tutkimuksen rakenne	6
2	Johdon palkka ja palkitseminen	7
2.1	Palkitseminen Pohjoismaissa ja maailmalla	7
2.1.1	Pohjoismainen tasa-arvo	7
2.1.2	Pohjoismainen corporate governance	8
2.1.3	Johdon palkitseminen kansainvälisesti ja Pohjoismaissa.....	10
2.2	Palkitsemisen muodot	13
2.2.1	Kiinteä palkka	14
2.2.2	Luontoisedut, muut edut ja eläkejärjestelyt	14
2.2.3	Tulospalkkiot	15
2.2.4	Osakesidonnaiset palkitsemismuodot	16
2.2.5	Tutkimuksen palkitsemiskomponentit	17
2.3	Toimitusjohtajan palkitsemista selittävät teoriat.....	18
2.3.1	Agenttiteoria.....	18
2.3.2	Optimaalinen sopimusteoria ja johtajan valta -teoria	19
2.3.3	Stewardship -teoria	24
3	Toimitusjohtajan palkitseminen	25
3.1	Hallituksen rooli johdon palkitsemisjärjestelmien kehittäjänä	25
3.1.1	Toimitusjohtajan palkitsemisen tavoitteet	27
3.1.2	Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	27
3.1.2.1	Yrityksen koko	27
3.1.2.2	Yrityksen menestys	28
3.1.2.3	Omistuksen keskittyneisyys	29
3.1.3	Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.....	30
3.1.3.1	Hallituksen koko	30
3.1.3.2	Hallituksen riippumattomuus.....	31
3.1.3.3	Hallituksen jäsenet Pohjoismaiden ulkopuolelta	32
3.1.3.4	Naisten lukumäärä hallituksessa	33
3.1.4	Johdon ominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.....	35
3.1.4.1	Toimitusjohtajan juurtuneisuus	35
3.1.4.2	Toimitusjohtajan ikä	36
3.1.4.3	Johtoryhmän koko	37
3.2	Hypoteesit	37
3.2.1	Hallitustekijät	38
3.2.2	Johdon ominaisuudet.....	39
3.2.3	Omistuksen keskittyminen	40
4	Aineisto ja tutkimusmenetelmät.....	41
4.1	Muuttujat.....	44
4.1.1	Selitettävä muuttuja: toimitusjohtajan palkitseminen	44
4.1.2	Selittävät corporate governance -muuttujat	44
4.2	Kontrollimuuttujat.....	46

4.3	Tutkimusmenetelmä.....	46
4.4	Palkkioita ja corporate governance -muuttujia kuvailevat tunnusluvut.....	48
5	Empiirinen tutkimus.....	50
5.1	Korrelaatioanalyysi	50
5.2	Regressioanalyysi.....	52
5.2.1	Kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutus palkitsemiseen	53
5.2.2	Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen	55
5.2.3	Regressiomallin mahdolliset ongelmat	59
5.2.4	Regressiokertoimien lukeminen.....	60
5.2.5	Lisätestit	60
6	Yhteenveto	64
6.1	Yhteenveto tutkimustuloksista ja johtopäätökset.....	64
6.2	Tutkimuksen rajoitteet ja mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita	66
	Lähteet.....	68

Taulukot

Taulukko 1.	Otoksen yritysten toimialajakauma	43
Taulukko 2.	Kuvailevat tunnusluvut palkitsemismuuttujista.....	48
Taulukko 3.	Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista.....	49
Taulukko 4.	Kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.....	53
Taulukko 5.	Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen.....	55
Taulukko 6.	Toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkiot, kun koon vaikutus neutralisoidaan	63

Liitteet

Liite 1.	Korrelaatiotaulukko.....	73
Liite 2.	Regressioanalyysi ilman yritys vuosia, jolloin toimitusjohtaja on vaihtunut.....	74
Liite 3.	Regressioanalyysi maittain kokonaiskäteispalkkion ja selittävien muuttujien osalta	75
Liite 4.	Kuvailevat tunnusluvut maittain.....	76

1 Johdanto

1.1 Motivaatio

Toimitusjohtajan ja johdon palkitseminen on ollut mediassa paljon esillä viime aikoina. Finanssi-kriisin saattelemana suuri yleisö on suhtautunut varsin kriittisesti johdon suhteellisesti korkeisiin palkkioihin työntekijäportaaseen verrattuna. Suomessa tuoreita esimerkkejä ovat esimerkiksi valtio-omisteisten yhtiöiden, kuten VR:n, Fortum Oyj:n ja Stora Enso Oyj:n palkkiojärjestelmät (kts. esim. HS 5.1.2012, 22.2.2012). Globaalina esimerkkinä voidaan pitää ”Occupy Wall Street” -liikettä, joka sai alkunsa Yhdysvalloista ja levisi maailmanlaajuisesti aina Helsinkiä myöten.

Nykyisen kaltaisen johdon palkitsemisen voidaan katsoa saaneen alkunsa Yhdysvalloissa 1920-luvun loppupuolella, kun saman vuosisadan alussa muodostuneet suuret teollisuusyritykset alkoivat maksaa yrityksen ulkopuolelta palkatuille ammattijohtajille tulospohjaisia bonuksia. Historian saatossa johdon palkkiot ovat nousseet keskusteluihin usein kahdella eri tavalla. Joko niin, että jokin tietty yksittäistapaus on noussut esiin, kuten jokin räikeänä pidetty toimitusjohtajan vuosibonus tai eroraha, tai kun johdon palkkatason on koettu yleisesti nousevan liikaa suhteessa muihin työntekijöihin. Jälkimmäisiä tapauksia voidaan usein kutsua populistisiksi tai ”luokkaerojen välisiksi sodiksi”. Nämä esille nousseet tapaukset ovat useasti johtaneet lakimuutoksiin ja corporate governancen kehittämiseen. (Murphy, 2012)

Yhtiökokouksella ja hallituksella on keskeinen rooli päätettäessä palkitsemisen suuntaviivoista. Hallituksella on päävastuu palkitsemisjärjestelmän kehittämisestä asiantuntijoiden tukemana. Hallituksen on otettava vahva rooli palkitsemisen kehittämiseksi entistä läpinäkyvämmäksi, selkeämmäksi ja oikeudenmukaisemmaksi (Lainema & Haapanen, 2010, 162). Hallituksen merkittävän roolin vuoksi on perusteltua tutkia hallituksen ominaisuuksien ja toimitusjohtajan palkitsemisen tason suhdetta.

Viimeaikaiset tutkimukset hallituksen ominaisuuksien vaikutuksista johdon palkitsemiseen ovat painottuneet agenttiteoriasta pohjautuviin teorioihin kuten johtajan valta (*managerial power*) -teoriaan sekä optimaalinen sopimus (*efficient / optimal contracting*) -teoriaan. Toisaalta monet tär-

keät seikat ovat jääneet vähemmälle painoarvolle kuten tiedonantovelvollisuuden kasvu, veropoliitikka, kirjanpitosäännöstö sekä yleinen poliittinen ilmapiiri. (Murphy, 2012)

Akateemisia tutkimuksia hallituksen ominaisuuksien ja yrityksen omistusrakenteen vaikutuksista toimitusjohtajan palkitsemiseen on tehty paljon erityisesti Yhdysvalloissa (esim. Boyd, 1994; Core et al., 1999; Bebchuck & Fried, 2003). Agenttiteoria on yksi keskeisimpiä teorioita alan tutkimuksissa. Teorian mukaan agenttiongelmia syntyy, kun yrityksen omistus ja johto eriytyvät (Jensen & Mecklin, 1976; Fama & Jensen, 1983). Johdon ja omistajien eriytymisen aiheuttamista intressikonflikteista on Adam Smith (1776) kirjoittanut jo 1700-luvulla. Johtajat saattavat käyttää valtaansa edukseen, jotta saisivat mahdollisimman paljon hyötyä itselleen eri tavoin (Shleifer & Vishny, 1997). Omistajien ja johdon välinen agenttiongelmia syntyy, kun yrityksen johto, jonka ajatellaan olevan riskejä kaihtava ryhmä, haluaa saada korkeampaa palkkaa sekä muita etuja ja toimii omien intressiensä mukaisesti. Riskineutraaleiksi luettavat omistajat taas toivovat johdon toimivan yrityksen arvoa maksimoivasti (Murphy, 2012).

Hallituksen rooli toimitusjohtajan valvonnassa on erittäin suuri. Sen yhtenä keskeisemmistä tehtävistä on toimitusjohtajan nimeäminen ja erottaminen. Hallitus on yrityksen ylin toimielin, jonka tehtävänä on huolehtia yrityksen toiminnasta sekä valvoa johtoa (Suomela, 2010). Hallituksen suorittama toimitusjohtajan jatkuvan systemaattisen arvioinnin puuttuessa toimitusjohtajan epäonnistumisen todennäköisyys lisääntyy (Lainema & Haapanen, 2010). Näin ollen hallitus on keskeinen linkki omistajien ja johdon välillä, sillä omistajat osallistuvat hallituksen jäsenten valintaan. Boydin (1994) mukaan hallituksella on merkittävä rooli toimitusjohtajan palkitsemisessa. Tulosten mukaan toimitusjohtajien palkkiot olivat suurempia yrityksissä, joissa hallituksen kontrollitaso oli heikompa. Core et. al, (1999) mukaan toimitusjohtaja saa korkeampaa palkkaa, kun hallituksen hallintorakenne on tehottomampi.

Toimitusjohtajan palkkion ja hallituksen suhdetta on tutkittu yhä enemmän. Yksi merkittävä syy tähän on tiukentunut yritysten tiedonantovelvollisuus uusien corporate governance -säännösten myötä, jotka ovat lisänneet huomattavasti läpinäkyvyyttä. Euroopassa yksityiskohtainen tiedonantovelvollisuus palkkiojärjestelmistä sekä hallituksen ominaisuuksista tuli voimaan vasta 2000-luvulla, kun EU:n komissio julkaisi toukokuussa 2003 suunnitelman suosituksesta, jossa kaikki listatut yhtiöt Euroopan unionissa raportoisivat yksityiskohtaisesti ylimmän johdon palkkioista (Fernandes et al., 2012). 1.1.2005 (2003) voimaan tullut uudistus IAS 24 standardista, joka käsittelee ”lähipiiriä koskevia liitetietoja tilinpäätöksessä”, edellyttää johdon palkitsemisesta tarkempaa raportointia. Viimeisin uudistus standardiin IAS 24 (2009) tuli voimaan 1.1.2011. Osakesidonnaisten

palkkioiden tiedottamisesta säädetään 1.1.2005 voimaan tulleessa IFRS 2 ”Osakeperusteiset maksut” -standardissa. Muiden työsuhde-etuuksien osalta raportointia käsitellään IAS 19 ”Työsuhde-etuudet” -standardissa, josta viimeisin (2011) versio tuli voimaan 1.1.2013.

Eurooppalaisella aineistolla tehtyjä akateemisia tutkimuksia hallituksen ominaisuuksien ja muiden corporate governance -tekijöiden vaikutuksista toimitusjohtajan palkkioon on tehty vähemmän kuin yhdysvaltalaisella aineistolla. Eniten huomiota saaneet eurooppalaiset tutkimukset painottuvat iso-britannialaisella aineistolla tehtyihin tutkimuksiin. Iso-Britannia on yritys- ja hallintokulttuuriltaan hyvin paljon Yhdysvaltojen kaltainen. Molemmat maat luetaan kuuluvan anglosaksisiin maihin. Pohjoismaisella aineistolla tehtyjä tutkimuksia corporate governance- ja hallitustekijöiden vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen on tehty verraten vähän. Tutkimuksen kohteena on yleensä ollut vain yksi Pohjoismaista tai kahden eri Pohjoismaan vertaileva tutkimus.

Tutkimuksia, joiden kohteena olisi laaja, kolmen eri Pohjoismaan pörssiyhtiöistä koostettu tutkimus toimitusjohtajien palkitsemisen ja corporate governance -tekijöiden suhteesta, ei ole liiemmin laadittu. Tällaiselle tutkimukselle on kuitenkin tarvetta, sillä Pohjoismaiset corporate governance -koodeja hallinnoivat elimet ovat tehneet pitkään yhteistyötä ja pyrkineet harmonisoimaan käytäntöjä. Yhteistyön tuloksena on syntynyt ”Corporate Governance in the Nordic Countries” -esite¹, jonka tarkoituksena on antaa kansainvälisille tahoille, kuten sijoittajille ja viranomaisille, yleiskuva pohjoismaisesta corporate governancesta. Pohjoismainen aineisto antaa mielenkiintoisen vertailupohjan muualla tehtyihin tutkimuksiin. Lisäksi tutkimus antaa kuvan pohjoismaisten pörssiyhtiöiden hallitusten ominaisuuksista ja toimitusjohtajien palkitsemisesta yhdessä ja maakohtaisesti.

Tutkimuksesta voi olla myös käytännön hyötyä pohdittaessa yritykselle sopivaa hallintorakennetta. Tutkimus kertoo, miten tietyt fundamentaaliset corporate governance -piirteet vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemiseen. Voidaanko esimerkiksi hallituksen kokoa säätämällä vaikuttaa toimitusjohtajan palkkatasoon? Miten hallituksen riippumattomuus vaikuttaa, tai toimitusjohtajan pitkä toimikausi? Tutkimuksen lisätesteissä käydään läpi maakohtaisia eroja Suomen, Ruotsin ja Norjan välillä, joissa kaikissa on lähes identtinen noudatettava hallintokoodisto.

¹ Esite on luettavissa seuraavasta linkistä: <http://cgfinland.fi/suosituksset/corporate-governance-in-the-nordic-countries/>
26.10.2012

1.2 Tutkimuksen tavoitteet ja rajaukset

Tutkimuksen tavoitteena on analysoida hallituksen ominaisuuksien ja muiden corporate governance -tekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Corporate governance -tekijöiden ja toimitusjohtajan palkan suhdetta on tutkittu paljon erilaisten havaintojoukkojen ja muuttujien avulla. Tutkimusten mukaan tietyt corporate governance -tekijät saattavat vähentää hallituksen tehokkuutta toimia tehtäviensä edellyttämällä tasolla (esim. Boyd, 1994; Core, 1999; Randøy & Nielsen, 2002). Toimitusjohtajan apuna toimii lähes poikkeuksetta johtoryhmä, mutta tämä tutkimus keskittyy vain toimitusjohtajan palkitsemiseen, kuten valtaosa tutkimuksista. Corporate governance -tekijöiksi valitaan hallituksen osalta hallituksen jäsenten lukumäärä, hallituksen riippumattomuus sekä yrityksestä että suurimmista osakkeenomistajista, Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksessa ja naisten osuus hallituksessa. Yritysjohdon osalta tutkitaan johtoryhmän koon sekä toimitusjohtajan iän ja toimikauden pituuden vaikutusta palkitsemiseen. Lisäksi tutkitaan omistuksen keskittymisen vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen kolmen suurimman osakkeenomistajan yhteenlasketun äänimäärän perusteella laskettuna.

Kontrollimuuttujiksi valitaan toimitusjohtajan palkitsemisen kannalta keskeisiksi havaitut yrityksen kokoa ja menestystä kuvaavat muuttujat, jotka ovat liikevaihto luonnollisella logaritmillä mitattuna ja koko pääoman tuottoprosentti (ROA). Lisäksi kontrollimuuttujiksi valitaan yrityksen toimiala, kotimaa sekä toimitusjohtajan palkitsemisvuosi.

Tutkimus perustuu hallituksen merkittävälle roolille toimitusjohtajan valvonnassa. Hyvin toimiva hallitus on keskeisessä asemassa agenttikustannusten minimoinnissa ja corporate governance -käytäntöjen noudattamisessa. Agenttiteorialla ja corporate governance -säännöstöllä on siis keskeinen asema tutkimuksessa.

Empiirinen osuus keskittyy kolmen Pohjoismaan yrityksiin: suomalaisiin, ruotsalaisiin ja norjalaisiin pörssiyhtiöihin. Islanti rajataan tutkimuksesta pois, sillä yritykset ovat kooltaan Islannissa verraten pieniä. Toisena syynä voidaan mainita, että Islannin pörssissä on listattuna alle kymmenen yhtiötä. Tanskalaiset pörssiyhtiöt rajataan pois heikon palkkioista tiedottamisen johdosta. Näin ollen empiirinen osuus tarkastelee Suomen, Ruotsin ja Norjan pörsseissä listattuja yhtiöitä. Tutkimukseen otetaan mukaan jokaisesta kolmesta maasta 2.11.2012 päätöskurssin mukaan markkina-arvoltaan 50 suurinta pörssiyhtiötä kolmen tilikauden ajalta pois lukien pankki- ja rahoitussektori niiden poikkeavasta sääntelystä johtuen. Palkitsemismuuttujat ja toimitusjohtajia koskevat muuttu-

jat on kerätty tilikausilta 2009–2011. Muiden selittävien muuttujien osalta tiedot on kerätty 2008–2010. Ratkaisuun on päädytty, sillä palkitsemisen raameista sovitaan pääsääntöisesti palkitsemista edeltävänä vuotena. Ruotsalaisten ja norjalaisten pörssiyritysten osalta valuuttamääräisinä ilmoitetut palkkiot ovat muunnettu euroiksi Suomen pankin vuotuisten keskikurssien mukaan.

Toimitusjohtajan kokonaiskorvaus koostuu useasta eri komponentista. Ikäheimo et al. (2003) mukaan kokonaiskorvaus syntyy kahdenlaisten palkitsemisjärjestelmien avulla: perinnäisistä palkitsemisjärjestelmistä, jotka koostuvat pääasiassa kiinteästä palkasta, tulospalkasta sekä eläke- ja muista eduista sekä osakesidonnaisista palkitsemisjärjestelmistä, jotka muodostuvat osakkeista ja työsuhdeoptioista.

Tässä tutkimuksessa palkitsemisen mittarina käytetään kokonaiskäteispalkkiota, johon kuuluu kiinteä palkka ja rahamääräiset muut palkan osat, eli pääasiassa tulospalkkiot. Käteispalkkioita ovat käyttäneet tutkimuksessaan esimerkiksi Finkelstein & Hambrick (1989), Boyd (1994) ja Immonen (2012). Käteispalkkioita voidaan perustella sillä, että ne ovat yksiselitteisesti luettavissa pörssiyritysten vuosikertomuksista. Murphyn (2012) mukaan akateemisissa tutkimuksissa on käytetty useita erilaisia arvostusmenetelmiä, mikä vaikeuttaa tutkimusten tulosten vertailua. Pohjoismaissa palkitsemisen rakenne on yleisesti painottunut enemmän rahamääräiseen peruspalkkaan verrattuna Keski-Euroopan, Iso-Britannian ja Yhdysvaltojen palkitsemismalleihin (esim. Sistonen, 2011; Fernandes et al., 2012). Koska Pohjoismaissa osakesidonnaiset bonukset ovat vähäisiä ja niiden oikein arvostaminen on harkinnan varaista, ne rajataan tutkimuksen ulkopuolelle.

1.3 Tutkielman toteuttaminen

Tutkimuksessa havainnot kerätään Helsingin (NASDAQ OMX Helsinki), Tukholman (NASDAQ OMX Stockholm) ja Oslon (Oslo Børs) pörsseistä. Kustakin maasta tutkimuksen kohteena ovat markkina-arvoltaan 50 suurinta pörssiyritystä. Tutkimukseen ei ole otettu mukaan pankki- ja rahoitusalan yrityksiä. Näin ollen havaintojoukon kooksi muodostuu 450 yritysvuotta. Tiedot kerätään pörssiyritysten Internet-sivuilla saatavissa olevista tiedoista, pääasiassa vuosikertomuksista ja muista sijoittajille tarkoitetuista tiedoista. Aineiston palkitsemismuuttujien tiedot sekä toimitusjohtajaa koskevat tiedot kerätään vuosilta 2009–2011. Selittävien muuttujien tiedot kerätään edellisiltä vuosilta 2008–2010. Tutkimuksessa ei tehdä aikasarja-analyysiä, vaan kerättyä dataa käsitellään poikkileikkauksena.

Tutkimuksen päämenetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysia, jonka avulla pyritään selvittämään selitettävän ja selittävien muuttujien riippuvuuksia. Tämän lisäksi tutkimuksessa analysoidaan aineistoa kuvailevia tilastollisia tunnuslukuja sekä tutkitaan muuttujien välisiä yhteyksiä korrelaatioanalyysin avulla.

1.4 Keskeiset tutkimustulokset

Tutkimuksen empiirisen osion tulokset osoittavat, että yrityksen koko mitattuna liikevaihdon luonnollisella logaritmillä on erittäin merkittävä toimitusjohtajien palkitsemista selittävä tekijä. Yrityksen menestys ei sen sijaan ollut tilastollisesti merkitsevä kokonaiskäteispalkitsemista selittävä tekijä.

Tutkimuksen keskiössä olevista corporate governance -muuttujista toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon vaikutti negatiivisesti ja tilastollisesti merkitsevästi toimitusjohtajan juurtuneisuus ja pörssiyhtiön omistuksen keskittyminen. Palkkion tasoa nosti Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksessa. Lisäksi johtokunnan koko vaikutti kokonaiskäteispalkkioon positiivisesti, kun regressiomallin otoksesta poistettiin yritysvuodet, jolloin toimitusjohtaja oli vaihtunut. Sitä vastoin toimitusjohtajan iällä, hallituksen koolla, yrityksestä riippumattomilla hallituksen jäsenillä, suurimmista osakkeenomistajista riippumattomilla osakkeenomistajilla tai naisten osuudella hallituksessa ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemisen välillä ei löydetty tilastollisesti merkitsevää yhteyttä.

1.5 Tutkimuksen rakenne

Tutkimus jatkuu seuraavan rakenteen mukaisesti. Kappaleessa 3 esitetään johdon palkan ja palkitsemisen erityispiirteitä Pohjoismaissa ja maailmalla, palkitsemisen eri muodot ja esitetään tutkimuksessa käytettävät teoriat. Kappaleessa 4 kerrotaan toimitusjohtajan palkitsemisesta ja millaisessa roolissa hallitus on toimitusjohtajan palkitsemisen kehittämisessä. Lisäksi kappaleessa esitetään tutkittavat muuttujat ja muuttujiin liittyvät teoriat aiemmasta akateemisesta tutkimuksesta. Kappaleen lopussa esitetään tutkimuksen hypoteesit. Kappaleessa 5 esitetään aineisto ja tutkimusmenetelmät ja kappaleessa 6 empiirinen tutkimus. Viimeisessä kappaleessa 7 esitetään tutkimuksen yhteenveto.

2 Johdon palkka ja palkitseminen

Tässä luvussa käsitellään johdon palkitsemista eri näkökulmista. Ensin käydään läpi Pohjoismaiden erityispiirteitä tasa-arvon ja corporate governancen kannalta. Mielenkiintoista on, kuinka hyvin kaikki Pohjoismaat ovat sijoittuneet erilaisissa hyvinvointivertailuissa vuodesta toiseen. Kappaleesta selviää myös millaisia erityispiirteitä johdon palkitsemisessa Pohjoismaissa on. Näiden lisäksi käydään läpi palkitsemisen eri muodot, eli millä eri tavoilla johtoa voidaan palkita. Kappaleen viimeisessä osassa esitellään teoriat, joihin tämä tutkimus pohjautuu.

2.1 Palkitseminen Pohjoismaissa ja maailmalla

2.1.1 Pohjoismainen tasa-arvo

Pohjoismaissa on maiden välillä paljon samankaltaisia piirteitä ja arvoja. Pohjoismaissa on maailman tasa-arvoisin palkitseminen miesten ja naisten välillä, Islanti on sijalla 1, Suomi 2., Norja 3., Ruotsi 4. ja Tanska 7.² Johdon ja työntekijöiden välinen palkkaero on yleisesti Pohjoismaissa pieni moniin muihin maihin verrattuna. Tuloerot ovat Pohjoismaissa erittäin pienet, gini-kertoimella mitattuna Pohjoismaissa tulonjako on kansainvälisesti tasaisimmasta päästä³. Lisäksi Pohjoismaat ovat vuodesta toiseen arvioitu maailman kymmenen vähiten korruptoituneen maan joukkoon⁴.

Pieniä palkkaeroja, tasa-arvoisuutta ja korruption vähäisyyttä pidetään usein Pohjoismaisen hyvinvointimallin kulmakivinä. Randøyen & Nielsenin (2003) mukaan mallia on saattanut muokata vahva sosiaalidemokraattien edustus maiden hallituksissa, kuten esimerkiksi Norjassa ja Ruotsissa, missä sosiaalidemokraatit ovat olleet vallassa lähes yhtäjaksoisesti toisen maailmansodan jälkeen. Myös Suomessa ja Tanskassa sosiaalidemokraatit ovat olleet suurimpien puolueiden joukossa vastaavana ajanjaksona. Pohjoismaista hyvinvointimallia on kuvattu mm. seuraavilla erityispiirteillä: edistynyt tasa-arvo naisten ja miesten välillä, korkeat sosiaalikulut bruttokansantuotteeseen verrattuna, sosiaaliturva kansalaisoikeutena, tasa-arvoa kannattava sosiaalipolitiikka ja korkea verotus (Greve, 2007).

Tällaisissa tasa-arvoa korostavissa kulttuureissa verotus rasittaa erityisesti kaikkein eniten ansaitsevia. Tällaisessa kulttuurissa toimitusjohtajat saavat korkeampaa palkkaa vaativammasta työstä, eikä

2 The Global Gender Gap Report 2012, <http://reports.weforum.org/global-gender-gap-report-2012/> 1.11.2012

3 OECD Stats - Income distribution inequality, <http://stats.oecd.org/Index.aspx?QueryId=26067&Lang=en> 1.11.2012

4 Transparency International, <http://cpi.transparency.org/cpi2011/results/> 2.11.2012

siksi, että heidän asemansa olisi muita tärkeämpi (Randøy & Nielsen, 2003). Tasa-arvoa korostava kulttuuri on pitänyt palkkaerot maltillisina. On kuitenkin tärkeää huomioida, että jokaisella Pohjoismaalla on omat sääntönsä ja tapansa toteuttaa hyvinvointivaltiomallia, vaikka yhtäläisyyksiä löytyykin varsin paljon.

2.1.2 Pohjoismainen corporate governance

Corporate governancelle ei ole tarkkaa yksiselitteistä määritelmää. Suomen Arvopaperimarkkinayhdistyksen mukaan sillä tarkoitetaan yleensä ”sellaista yhtiön hallinnointi- ja ohjausjärjestelmää, joka määrittelee yritysjohtajien eli hallituksen ja palkattujen johtajien roolin, velvollisuudet ja heidän suhteensa osakkeenomistajiin. Yksinkertaistettuna corporate governancella tarkoitetaan järjestelmää, jonka avulla yritystoimintaa johdetaan ja kontrolloidaan. Corporate governance -suosituksilla pyritään täydentämään lakisääteisiä menettelytapoja.”⁵ Shleiferin & Vishnyn (1997) mukaan corporate governance käsittelee sitä, miten yrityksen rahoittajat voivat turvata saatavansa sijoitetulle pääoman tuotolle.

Pohjoismaissa corporate governancen esiaste voidaan ajatella syntyneen sopimusoikeuden kehittymisen myötä 1930-luvulla, kun lakiin lisättiin osakkeenomistajia suojaavia pykäläitä. Nykymuotoisten corporate governance -sääntöjen katsotaan useimmiten saaneen alkunsa Isossa-Britanniassa 1992, kun Sir Adrian Cadburyn perustaman Cadbury -komitean raportti julkaistiin. Tämän jälkeen muut Euroopan maat kiirehtivät perustamaan oman versionsa corporate governance -koodistosta. (Lou Hansen, 2006)

Corporate governance -säännöstoille on maasta riippumatta ominaista comply-or-explain (noudata tai selitä) periaate. Jos siis jotain suositusta ei noudateta, se tulee kertoa vuosikertomuksessa ja noudattamattomuuteen tulee kertoa syy. Tämän periaatteen ideana näyttäisi olevan, että mikäli sääntö ei jostain syystä sovellu tietyille yritykselle tai toimialalle, voi yritys selittää miksi se ei kykene sääntöä noudattamaan. Periaate on toiminut hyvin, sillä sidosryhmät näyttävät ajattelevan comply-or-explain periaatteen olevan ennemminkin comply-or-excuse (noudata tai keksi tekosyy). Säännösten noudattamatta jättäminen on huonoa yrityskäyttäytymistä, mikä voi indikoida mahdollisia ongelmia. (Lou Hansen, 2006)

⁵ Arvopaperimarkkinayhdistys, <http://cgfinland.fi/corporate-governancesta/corporate-governance-mita-se-on/> 7.10.2013

Esimerkkinä tälle tutkimukselle tärkeästä suosituksesta on toimitusjohtajan ja johtoryhmän palkkioista tiedottaminen. Palkat tulisi suosituksen mukaan ilmoittaa henkilöittäin. Tämän tutkimuksen otoksen perusteella voidaan sanoa, että Suomi, Ruotsi ja Norja noudattavat palkkioiden tiedottamisen osalta vaatimusta erinomaisesti. On kuitenkin mielenkiintoinen huomio, että Tanskassa harva suurimmista pörssiyhtiöstä noudatti tätä suositusta tutkittujen tilikausien 2009–2011 aikana. Tanskassa on ilmeisesti yleinen tapa ilmoittaa yhteenlaskettuna toimitusjohtajan ja johtoryhmän vuosipalkkiot. Tämä on syy, miksi tähän tutkimukseen ei otettu mukaan tanskalaisia pörssiyhtiöitä, vaikka alun perin niin oli tarkoitus. Tätä maan tapaa oli selitetty vuosikertomuksissa usein niin, että palkkiot ovat henkilökohtaista tietoa, eivätkä yksilöidyt palkkatiedot tuota osakkeenomistajille lisäarvoa.

Wójcik (2004) tutki corporate governancen laatua Euroopassa vertailemalla 300 suurinta pörssiyhtiötä markkina-arvolla mitattuna 17:sta eri Euroopan maasta ja miten hallintotapa on kehittynyt vuosien 2000–2003 välisenä aikana. Muuttujina tutkimuksessa olivat osakkeenomistajien oikeudet ja velvollisuudet, mahdollisuudet puolustautua yrityksen haltuunottoja vastaan, tiedonantovelvollisuudet sekä hallituksen rakenne ja toiminta. Anglosaksiset maat, Iso-Britannia ja Irlanti, saivat parhaimmat corporate governance -laatupisteet. Mitään selkeää maantieteellistä laatujaottelua ei tutkimuksen perusteella voinut tehdä, vaikka pohjoisemmat Euroopan maat näyttivät pärjäävän paremmin kuin eteläisemmät maat. Pohjoismaista löytyi kuitenkin varsin mielenkiintoinen tulos corporate governance -laatuarvioinnissa: Suomi ja Ruotsi saivat korkeat pisteet, Norja sai keskinkertaiset pisteet ja Tanska matalat pisteet.

Pohjoismaisella corporate governancella on kuitenkin omat erityispiirteensä. Eurooppalaisesta corporate governancesta keskusteltaessa keskitytään yleensä one-tier (tyyppiesimerkkinä Iso-Britannia ja Yhdysvallat) ja two-tier (tyyppiesimerkkinä Saksa) järjestelmien eroihin. One-tier järjestelmässä hallitus on yksiportainen. Erillistä hallituksen toimintaa valvovaa toimielintä ei ole. Hallituksessa voi olla yrityksestä riippumattomia jäseniä ja jäseniä, jotka ovat myös töissä yrityksessä. Valtaosa jäsenistä tulee olla kuitenkin riippumattomia. Osakkeenomistajilla on mahdollisuus erottaa jäseniä, mikäli saavat tarpeeksi ääniä eropäätöksen tueksi, mutta se voi olla vaikeaa, mikäli omistus on hajautunut, kuten se Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa on. Näin ollen hallituksen jäsenyys on hyvinkin suojattu ja jäsen voi toimia hyvin itsenäisesti, sillä hallitusjäsenen erottaminen on omistajien toimesta hankalaa. (Lau Hansen, 2006)

Two-tier järjestelmässä, kuten Saksassa, hallituksen toimintaa valvoo hallintoneuvosto. Lähes kaikki yrityksen asioihin liittyvä toimeenpanovalta on hallituksella, kun taas hallintoneuvoston tehtävänä on lähinnä hallituksen valvonta. Hallituksen jäsenet valitaan ennalta määritetylle hallituskaudelle. Hallituskauden aikana jäsen voidaan erottaa vain, mikäli hän rikkoo lakia tai sääntöjä. Hallituksen jäsenet eivät voi toimia hallitusneuvostossa, jotta puolueeton valvonta olisi mahdollista. Osakkeenomistajat eivät voi vaikuttaa hallitusjäsenten valintaan, vaan sen tekee hallintoneuvosto, jonka jäsenet osakkeenomistajat voivat päättää. Osakkeenomistajien mahdollisuutta vaikuttaa hallituksen jäseniin vähentää vielä se, että Saksassa puolet hallintoneuvoston paikoista jaetaan yrityksen työntekijöiden edustajille. (Lau Hansen, 2006).

Pohjoismaiden (Islanti, Norja, Ruotsi, Suomi, Tanska) järjestelmä on hyvin samankaltainen kaikissa viidessä maassa. Se voidaan nähdä one- ja two-tier järjestelmien hybridinä. Järjestelmää voisi kutsua duaaliksi systeemiksi, koska siinä toimii kaksi toimeenpanevaa elintä: hallitus ja johtoryhmä. Tämä eroaa esim. saksalaisesta järjestelmästä siinä, että pohjoismaisessa järjestelmässä on kaksi toimeenpanevaa yksikköä, jotka molemmat voivat vaikuttaa ja ottaa kantaa päivittäisiin päätöksiin. Toki johtoryhmällä on selkeästi suurempi rooli yrityksen päätöksentekijänä ja hallituksen toiminta painottuu enemmän hallinnollisiin ja valvoviin tehtäviin. Kuten one-tier (yksiportaisessa) järjestelmässä, hallituksen jäsen voi työskennellä yrityksessä, mutta tällöin hän ei ole riippumaton jäsen. Norjan, Ruotsin ja Tanskan suurimpien yritysten hallituksissa on myös lähes aina hallituksen jäseninä yrityksen työntekijöiden edustajia. Tämä sääntö on peräisin 1970-luvulta, jolloin maiden ammattiliitot olivat vahvimmillaan. Työntekijöiden edustajat ovat täysivaltaisia hallituksen jäseniä ja heidän tulee toimia samoin kuin muidenkin hallitusten jäsenten, mukaan lukien määräys toimia yrityksen edun eikä työntekijöiden edun mukaisesti. Yhtiökokouksissa korkein valta on osakkeenomistajilla. Omistajilla on oikeus ohjeistaa hallitusta, joka voi ohjeistaa johtoryhmää. Vähintään puolet hallituksen jäsenistä tulee olla osakkeenomistajien valitsemia, loput voivat mahdollisesti olla työntekijöiden edustajia. Päätökset tehdään yksinkertaisen enemmistön äänillä, jolla varmistetaan, että jäsenet valitaan omistajien enemmistön päätöksellä. Omistajilla on myös oikeus erottaa valitsemansa jäsenet milloin tahansa. (Lau Hansen, 2006)

2.1.3 Johdon palkitseminen kansainvälisesti ja Pohjoismaissa

Useissa toimitusjohtajien palkitsemista tutkivissa artikkeleissa todetaan palkitsemisen tason olevan Yhdysvalloissa huomattavasti korkeampi kuin muualla maailmassa. Esimerkiksi Abowd & Kaplan (1999) vertasivat Yhdysvaltojen toimitusjohtajien palkkioita yhdentoista muun OECD-maan toimi-

tusjohtajien palkkioihin ja toteavat sekä kokonaiskäteispalkkion että kokonaiskompensaation olevan Yhdysvalloissa noin 0,5–3,5 kertaa korkeampia kuin verrokkimaissa.

Uudempien tutkimusten mukaan palkkaerot ovat kuitenkin pienentyneet. Esimerkiksi Conyon & Murphy (2000) esittävät yhdysvaltalaisen toimitusjohtajien ansaitsevan noin kaksi kertaa enemmän kuin toimitusjohtajat Iso-Britanniassa vuoden 1997 aineistolla tarkasteltuna. Vuoden 2003 aineistolla Conyon et al. (2011) huomasivat palkkaerojen kaventuneen. Yhdysvalloissa toimitusjohtajat saivat enää noin 1,4 kertaa korkeampaa palkkaa kuin toimitusjohtajat Isossa-Britanniassa. Palkitsemisjärjestelmien rakenteissa oli kuitenkin huomattavasti eroa maiden välillä. Yhdysvalloissa osakesidonnainen palkitseminen oli jopa 5,5 kertaa runsaampaa kuin Isossa-Britanniassa. Conyon et al. (2011) tekivät lisätestinä saman vertailun Ison-Britannian ulkopuolisten eurooppalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien ja yhdysvaltalaisen toimitusjohtajien välillä ja päätyivät samankaltaiseen lopputulokseen. Eurooppalaiset yritykset palkitsevat toimitusjohtajiaan huomattavasti vähemmän osakepohjaisten palkkioiden avulla verrattuna yhdysvaltalaisiin yrityksiin. Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät sisältävät huomattavasti enemmän riskiä kuin perinteiset järjestelmät. Kun Conyon et al. (2011) kontrolloivat osakesidonnaisten palkkioiden riskipreemion vaikutuksen, palkkaerot jäivät hyvin pieniksi. Vuoden 2003 riskikorjatulla aineistolla Isossa-Britanniassa toimitusjohtajat saivat jopa enemmän palkkaa kuin yhdysvaltalaiset toimitusjohtajat.

Mistä osakesidonnaisten ja erityisesti optiopohjaisten palkitsemisjärjestelmien suurempi osuus Yhdysvalloissa sitten johtuu? Murphy (2012) on esittänyt merkittäväksi syyksi sen, ettei optioiden rahallista arvoa oltu yleisesti ymmärretty aikana, jolloin optioiden käyttö lisääntyi valtavasti. Esimerkiksi ennen vuosien 1992–2006 SEC:n raportointisääntöjen mukaan pörssiyritysten tuli kertoa vuosikertomuksen palkkiotaulukossa vain optioiden määrä. Ennen vuoden 2006 kirjanpitosääntömuutosta optioilla ei ollut kirjanpitoarvoa ennen kuin optio todella käytettiin. Jos optio käytetään, yritykselle syntyy verovähennettäviä kuluja, jolloin koetut kustannukset vaikuttavat vähäisemmiltä. Optiot olivat muun muassa juuri edellä mainituista syistä palkkiokonsulttien ja palkitsemisvaliokuntien suosiossa ennen vuotta 2006. Murphyn (2012) mukaan myös Black-Scholes -mallia on alettu käyttämään palkitsemiskonsulttien ja yritysten palkkioista vastaavien henkilöiden keskuudessa yleisemmin vasta viime aikoina, vaikka metodi on luotu jo 40 vuotta sitten.

Palkkatason nousu oli mahdollista kätkeä osittain osakesidonnaisten palkkioiden taakse. Pörssiyritysten omistajatkään eivät panneet pahakseen optioiden lisääntynyttä käyttöä palkitsemismuotona 1990-luvun noususuhdanteen aikana, sillä omistajatkin hyötyivät osakekurssien noususta. Toimitus-

johtajilla oli mahdollisuus käyttää vallalla ollutta tilannetta hyväkseen, kun kontrolloivat osapuolet kokivat optiot edulliseksi palkitsemismuodoksi ja hyväksi kannustimeksi toimitusjohtajille. (Bebchuck & Fried, 2003)

Euroopassa tulosperusteinen palkitseminen on ollut historiallisesti matalampaa. Beerin & Kantzin (2003) mukaan yksi merkittävä syy tähän on erilainen suhtautuminen bonuksia kohtaan Yhdysvaltojen ja Euroopan välillä. Penningsin (1993) mukaan Yhdysvalloissa tulosperusteiset bonuksen soveltuvat hyvin kulttuuriin, jossa menestyviä yritysjohtajia pidetään eräänlaisina ”kulttisankareina”. Euroopassa on myös verotuksellisia syitä, kuten korkeat tuloverot, mikä on luultavasti säilyttänyt tulosperusteiset palkkiot pienenä ja näin ollen palkkioiden sijaan on perinteisesti luotettu enemmän muihin verotuksen ulkopuolella oleviin etuihin (Beer & Kantz, 2003).

Muutosta on kuitenkin nähtävissä palkitsemisen trendien suhteen. Esimerkiksi Randøy & Nielsen (2004) toteavat, että vaikka Skandinaviassa toimitusjohtajien palkkataso on ollut perinteisesti huomattavasti matalampaa verrattuna Eurooppaan tai Yhdysvaltoihin, on yritysten johdon, hallitusjäsenten ja toiminta-alueen kansainvälistyessä palkkiot nousseet vaihteittain kohti Manner-Euroopan palkkatasoa. Heidän tutkimuksessaan käytettiin aineistona norjalaisia ja ruotsalaisia pörssiyrityksiä. Yritykset, jotka olivat listattuina anglosaksisen maan pörssiin kotimaan pörssiin lisäksi, joiden hallituksessa oli yksi tai useampi anglosaksisesta maasta oleva jäsen ja joiden iso osa liikevaihdosta tuli viennistä ulkomaille, maksoivat selvästi korkeampaa palkkaa kuin muut kotimaiset pörssiyritykset. Kansainvälistyminen näyttäisi tutkimuksen perusteella nostavan palkkatasoa.

Suomalaisten johtajien käteispalkkatasot ovat kuitenkin edelleen kansainvälisesti verrattuna matalia. Muihin Pohjoismaihin nähden Suomen johdon palkitsemisen taso on kuitenkin kilpailukykyinen. Norjassa johdon palkitseminen on lähes identtistä Suomeen verrattuna niin rakenteeltaan kuin tasoltaankin. Ruotsissa peruspalkkaustaso on korkeampi, mutta muuttuvat palkitsemisen osat ovat matalammalla tasolla kuin Suomessa. Pohjoismaissa palkitsemisen rakenne on huomattavasti enemmän peruspalkkaan painottuva kuin Keski-Euroopassa ja Isossa-Britanniassa. Näiden alueiden palkitseminen painottuu selkeästi enemmän muuttuviin palkan osiin. Suomessa ja Ruotsissa keskimäärin yli 60 % rahapalkasta maksetaan peruspalkkana, kun vastaava osuus Saksassa, Isossa-Britanniassa ja Sveitsissä on vain 25–30 %. Pohjoismaiset palkitsemiskäytännöt ovat erilaisia kuin anglosaksisten maiden käytännöt. Tämä on huomattavissa erityisesti kannustinjärjestelmien käytössä, palkkiomahdollisuuksien tasossa ja toteutuneissa palkkioissa. Euroopan kärkimaissa lyhyen aikavälin kannustinpalkkiot olivat huomattavasti korkeampia kuin Suomessa tai muissa Pohjoismais-

sa. Samankaltaisiin tuloksiin päästiin tutkittaessa pitkän aikavälin kannustinpalkkioissa. (Sistonen, 2011)

Mielenkiintoinen kysymys onkin, miten erilaiset bonukset todellisuudessa toimivat. Beer & Kantz (2003) tekivät maailmanlaajuisen kyselytutkimuksen, johon vastasi 205 ylimmän johdon edustajaa eri puolelta maailmaa. Kyselyn vastanneiden mukaan bonusten tarkoituksena on pääasiassa motivointi. Toisaalta vastanneet uskoivat bonusten parantavan suoritusta vain hieman – jos lainkaan. Vastaajien mielestä bonuksilla voidaan kuitenkin tehokkaasti houkutella kyvykkäitä johtajia yrityksen palvelukseen ja sitouttaa johtajia pysymään yrityksessä. Motivointia käytetäänkin usean vastaajan mielestä retorisisena keinona perustella johdon bonuksia muille sidosryhmille.

2.2 Palkitsemisen muodot

Ikäheimon et al. (2003) mukaan kokonaiskorvaus muodostuu kahdenlaisista palkitsemisjärjestelmistä, jotka ovat perinnäiset palkitsemisjärjestelmät ja osakesidonnaiset palkkajärjestelmät. Perinnäisiin palkitsemisjärjestelmiin luetaan kiinteä palkka, tulospalkka sekä eläke- ja muut edut. Näiden maksun suorittaa toimitusjohtajalle yritys. Osakesidonnaisiin palkkajärjestelmiin kuuluu osakkeet ja työsuhdeoptiot, jotka toimitusjohtajalle antaa yrityksen omistajat. Sistonen (2011) haluaa korostaa aineettoman palkitsemisen tärkeyttä. Esimerkkeinä aineettomasta palkitsemisesta hän mainitsee mielekkään ja haastavan työn sisällön, kehittymismahdollisuudet, positiivisen palautteen, joustavuuden työnteon järjestelyissä, työsuhteen pysyvyyden, hyvän työympäristön, ilmapiirin ja ajan tasalla olevat työvälineet.

Tämän tutkimuksen huomion kohteena on perinnäisiin palkitsemisjärjestelmiin kuuluva kiinteä palkka, tulospalkat ja muut muuttuvan palkan rahamääräiset osat sekä luontoisedut. Tulospalkkoihin tutkimuksessa luetaan rahamääräiset lyhyen ja pitkän aikavälin tulospalkat. Tässä tutkimuksessa edellä mainituista palkan osista muodostuvaa kokonaisuutta nimitetään kokonaiskäteispalkaksi. Osakesidonnaiset järjestelmät jätetään tutkimuksen ulkopuolelle, sillä yritysten raportointikäytännöt niiden osalta ovat vaihtelevia ja niiden arvostaminen on haastavaa. Seuraavaksi tässä luvussa perehdytään palkitsemisjärjestelmien osatekijöihin.

2.2.1 Kiinteä palkka

Kiinteä palkka maksetaan säännöllisin väliajoin ennalta sovitun määräisenä, eikä siihen vaikuta ainakaan lyhyellä aikavälillä toimitusjohtajan työn laatu. Ikäheimo et al. (2003) kutsuukin kiinteää palkkaa avoimimmaksi palkkausmuodoksi, sillä se ei ota kantaa johdolle asetettujen tavoitteiden toteutumiseen tai johdon käyttäytymiseen, vaan palkitsee johtoa työstä. Kiinteää palkkaa voidaan siis pitää yksilön kannalta turvallisena ja riskittömänä palkkausmuotona, sillä se perustuu aikaan eikä työn tulokseen (Ikäheimo et al., 2003).

Kiinteän palkkauksen väitetään usein synnyttävän organisaatioon konservatiivisuutta ja tehottomuutta. Näin ollen johtajia, jotka valitsevat työnantajakseen pääasiassa kiinteä palkkaa maksavan yrityksen, voidaan pitää riskiä kaihtavina. Toisaalta kiinteä palkkaus turvaa johtajalle itsenäisen ja riippumattoman aseman, mikä mahdollistaa innovatiivisen riskinoton. Kiinteän palkan suuruudesta ei siis voida suoraan johtaa mitään tiettyä johtopäätöstä johdon toimintatavoista tai tuloksista. Kiinteä palkka voi liittyä yhtä hyvin innovatiivisuuteen ja riskinottoon kuin tehottomuuteen ja riskien välttelyyn. Kiinteää palkkaa maksavan yrityksen johto voi tehdä työnsä tehokkaasti ja tuloshakuisesti, vaikka tämä palkitsemisjärjestelmä ei siihen erityisesti kannusta tai ohjaa. (Ikäheimo et al., 2003).

Kiinteään palkkaukseen pääasiassa pohjautuvan palkitsemisjärjestelmän voidaan katsoa sopivan yrityksille, joiden tulokset ovat vaikeasti määriteltävissä tai joiden tuloksia on haastava mitata yksiselitteisten tulosmittareiden avulla. Myös tiedon tuottamiseen keskittyneet yritykset saattavat hyötyä kiinteä palkan johtajalle tuomasta itsenäisyydestä, sillä se antaa mahdollisuuden aikaa vievälle luovuudelle ilman nopeitempisen kvartaalitalouden luomia tulospaineita. (Ikäheimo et al., 2003)

2.2.2 Luontoisedut, muut edut ja eläkejärjestelyt

Luontois- ja lisäetuja ovat muun muassa terveydenhoito, ravintoetu, puhelinetu, asuntoetu, autoetu, autotallietu ja korkoetu. Nämä edut ovat pääsääntöisesti veronalaisia etuja, joille verohallitus määrittää vuosittain verotusarvon. Yritykselle luontoisetujen ja muiden lisäetujen kustannukset ovat yleensä vähennyskelpoisia eriä. Näiden lisäksi työnantaja voi palkita ylintä johtoa erilaisilla työn luonteeseen laskettavilla lisäeduilla, joilla tarkoitetaan työtehtävään tai asemaan kuuluvia ulkoisia etuja, kuten toimiston sijainti, ulkomaanmatkojen toteuttaminen bisnesluokassa, työvälineiden sallittu oma käyttö, edustustilat ja vapaa-aikaan liittyvät etuisuudet. (Ikäheimo et al., 2003)

lospalkkioihin ja näin tuloksesta palkitseminen saattaisi kääntyä tarkoitustaan vastaan. (Ikäheimo et al., 2003)

2.2.4 Osakesidonnaiset palkitsemismuodot

Osakesidonnaiset palkitsemisjärjestelmät voidaan jakaa kahteen pääryhmään: työsuhdeoptioihin ja suoraan osakeomistukseen. Näiden palkitsemisjärjestelmien tarkoituksena on kiinnittää johtajan huomio omistajien etuihin ja tavoitteisiin. Osakesidonnaisten palkitsemismuotojen keskipisteenä on yrityksen osakekurssi ja sen kehitys. Näin se sitoo johtajan huomiota tulevaisuuteen sekä kannustaa pitkäjänteiseen toimintaan lyhyen aikavälin tavoitteiden sijaan. Kun osakekurssi nousee, vaurastuvat sekä omistajat että johto. Näin molempien osapuolien intressit kohtaavat. Osakesidonnaisia palkitsemisjärjestelmiä onkin usein perusteltu agenttiteorialla. (Ikäheimo et al., 2003)

Optiojärjestelyllä tarkoitetaan sopimusta, jolla option saaja saa mahdollisuuden merkitä yhtiön osakkeita sovittuun hintaan ennalta sovittuun aikaan. Merkintähinta voi olla käytännössä mikä tahansa, esimerkkeinä markkinahinta liikkeellelaskupäivänä, markkinahinta myöhempänä ajankohtana, indeksiin perustuva hinta tai markkinamääräinen hinta, johon on lisätty hinnankorotus. Option liikkeellelaskun jälkeen optiota ei voi heti käyttää, vaan siihen sisältyy käyttörajoitus. Tämä mahdollistaa option käyttämisen johtoa sitouttavana instrumenttina. Kun käyttörajoitus päättyy, optio voidaan käyttää itse merkitsemällä osakkeet tai myydä eteenpäin. Optio on voimassa vain ennalta määritetyn ajan, minkä jälkeen se lakkaa olemasta ja on arvoton. (Ikäheimo et al., 2003)

Optioita on usein moitittu siitä, että ne saattavat palkita toimitusjohtajaa, vaikka osakkeen arvon nousu johtuisi täysin toimitusjohtajaan liittymättömistä seikoista (esim. Bebchuck & Fried, 2003). Optiot eivät ota huomioon perusmuotoisina esimerkiksi tietyn toimialan tai markkinatrendien johdosta tapahtuneita osakkeen arvon nousuja. Onkin vaikeaa perustella optioita palkkiomuotona, jos option arvon nousu johtuu tekijöistä, joihin toimitusjohtajalla ei ole osuutta. Optioihin on mahdollista lisätä ehtoja, kuten sitoa merkintähinta markkinaindeksiin, mitkä vähentävät edellä mainittua ongelmaa. Näin toimitaan kuitenkin vain harvoin. Esimerkiksi vuonna 2001 vain 9 prosenttia 250 markkina-arvoltaan suurimmasta Yhdysvaltalaisesta yrityksestä käytti optioita, joiden ehdot pyrkivät vähentämään tätä ongelmaa (Levinshon, 2001). Suomessakin indeksoidut optiojärjestelyt ovat olleet käytössä lähinnä vain valtionyhtiöissä (Ikäheimo et al., 2003).

Johdon suora osakkeenomistus yhdistää osakkeenomistajien ja johdon tavoitteita samaan suuntaan. Johto voi hankkia osakkeita seuraavilla eri tavoilla: ostamalla osakkeita pörssin kautta, saada osakkeita henkilöstöannin kautta tai tulospalkkioina yrityksen ostamana tai optioiden kautta. Kun yritys luovuttaa johtajalle osakkeita niille voidaan asettaa myyntirajoitteita, jolloin osakkeesta voi luopua vasta tietyn määräajan jälkeen. Pörssiyritysten toimitusjohtajan osakkeenomistukset ovat Suomessa pääosin maltillisia. Joitakin poikkeuksia on, mutta ne ovat useimmiten syntyneet omistuksista ennen pörssilistautumista tai ovat perheyhtiöitä. (Ikäheimo et al., 2003)

Osakkeiden omistus on kannustinmuotona saanut suosiota, kun taas optioiden suosio on ollut viime vuosina tasaisesti laskeva. Laineman & Haapasen (2010) mielestä osakeomistus on optimaalinen pitkän aikavälin kannustinmuoto, jos osakeomistuksella ei ole lainkaan laukeamisajankohtaa. Tällöin toimitusjohtaja jakaa omistajan riskiä. Mikäli luopuminen osakkeista ei ole sääntöjen vuoksi mahdollista, on johdon ponnisteltava loppuun saakka yrityksen arvonnousun hyväksi.

Osakeoptioihin perustuvat pitkän aikavälin kannustinjärjestelmät ovat menettäneet huomattavasti asemaansa Suomessa 2000-luvun alun tasosta. Hay Groupin tutkimuksissa vuonna 2000 30 % tutkimukseen osallistuneista yrityksistä käyttivät pitkän-aikavälin kannustinjärjestelmiä. Yleisin instrumentti oli optio-ohjelma, joka muodosti 84 % pitkän aikavälin järjestelmistä. Vuonna 2010 pitkän aikavälin ohjelmia oli jo 74 % yrityksistä, mutta optio-ohjelmat muodostivat näistä vain 24 %. Pitkän aikavälin kannustinmuodot ovatkin monipuolistuneet osake- ja rahaperusteiseksi ja niiden yhdistelmiksi. Tutkimuksen mukaan nykyisin osakeperusteisia ohjelmia on noin 40 %, rahaperusteisia 35 % ja optiojärjestelyjä noin 25 % kaikista pitkän aikavälin kannustinohjelmista. (Sistonen, 2011)

2.2.5 Tutkimuksen palkitsemiskomponentit

Tutkimuksessa käytetään palkitsemismuuttujina käteispalkkioita. Kokonaiskäteispalkkiolla tarkoitetaan tässä tutkimuksessa kokonaisuutta, joka koostuu vuotuisesta kiinteästä palkasta ja muuttuvasta palkasta. Muuttuva palkka voi koostua erilaisista tulospalkkioista sekä lyhyen ja pitkän aikavälin rahamääräisistä bonuksista ja luontoiseduista.

Tutkimukseen ei oteta mukaan palkkioita, jotka koostuvat osakkeista tai optioista. Myöskään toimitusjohtajan mahdollisia omistuksia johtamastaan pörssiyrityksestä ei oteta huomioon. Näin ollen osinkojakaan ei lasketa mukaan. Tähän ratkaisuun päädyttiin osakepohjaisten palkkioiden oikein arvioimisen haasteellisuuden ja yritysten erilaisten raportointikäytäntöjen takia.

2.3 Toimitusjohtajan palkitsemista selittävät teoriat

2.3.1 Agenttiteoria

Agenttiteoria on yksi käytetyimmistä teorioista palkitsemisjärjestelmiä analysoivissa tutkimuksissa. Teorian keskeinen ajatus on päämies-agentti-ongelma, jossa agentti toimii päämiehen edustajana ja näiden kahden toimijan välillä vallitsee intressiristiriita. Ongelmana on, miten motivoida agentti toimimaan päämiehen intressien eikä omien intressiensä mukaisesti. Tyypiesimerkkeinä agenttiongelma voidaan mainita intressiristiriidat agenttina toimivan yrityksen johdon ja päämiehinä toimivien osakkeenomistajien välillä. Toinen yleinen esimerkki agenttiongelma on poliitikko (agentti) vs. äänestäjät (päämies). Agentilla on omat tavoitteensa, jotka voivat olla ristiriidassa päämiesten tavoitteiden kanssa. Johtaja pyrkii varmistamaan oman asemansa kaihtamalla riskejä, kasvattamalla omaa varallisuuttaan ja tekemällä oman uransa kannalta merkittäviä päätöksiä. Omistajien intressissä on sitä vastoin tuoton maksimointi, koska heillä on mahdollisuus hajauttaa riskit ja ovat he siten riskineutraali joukko. (esim. Jensen & Mecklin, 1976; Fama & Jensen, 1983; Murphy 2012). Voidaankin ajatella, että agenttiteorian mukaan päämies-agentti -suhteessa on kaksi pääongelmaa: osapuolten intressit ja tavoitteet sekä suhtautuminen riskiin. Palkitsemisjärjestelmien ajatellaan perinteisesti olevan eräs keino näiden kahden toimijan tavoitteiden lähentämiseksi.

Jensen & Mecklin (1976) määrittävät agenttisuhteen sopimukseksi, jossa yksi tai useampi henkilö (päämies) valtuuttaa toisen henkilön (agentti) suorittamaan toimenpiteitä päämiehen puolesta antaen samalla päätösvalan agentille. Mikäli molemmat osapuolet ovat rationaalisia oman hyödyn maksimoijia, voidaan olettaa, että suhteesta koituu agenttikustannuksia päämiehelle. Heidän mukaansa agenttikustannukset voidaan jakaa kolmeen eri luokkaan, jotka ovat: 1) valvontakustannukset, jotka aiheutuvat päämiehelle agentin toiminnan valvonnasta; 2) takuukustannuksista, jotka aiheutuvat resurssien käytöstä, joilla pyritään varmistamaan, että päämies toimii agentin haluamalla tavalla; ja 3) residuaalitappiosta, joka muodostuu, kun valvonnasta ja sitouttamisesta huolimatta päämies ei toimi agentin hyötyä maksimoivalla tavalla.

Hallitus on yksi tärkein toimitusjohtajan valvontaa suorittavista elimistä. Osakkeenomistajat voivat vaikuttaa hallitusjäsenien valintaan. Takuukustannukset muodostuvat suurelta osin palkitsemisjärjestelmistä, joiden avulla pyritään luomaan kannustimia toimitusjohtajalle toimimaan osakkeenomistajien intressien mukaisesti. Hallituksen yhtenä tärkeimmistä tehtävistä voidaan pitää palkitsemisjärjestelmän kehittämistä. Laineman & Haapasen (2010) mukaan päävastuu palkitsemisjärjestelmien kehittämisestä onkin hallituksella, joka yhdessä asiantuntijoiden kanssa päättää palkitsemi-

sesta. He peräänkuuluttavat myös omistajien roolia, joka antaa mahdollisuuden päättää yhtiökokouksessa esimerkiksi optioista, joten omistajatkin osallistuvat palkitsemisen ohjaamiseen. Toisaalta omistajat äänestävät vain mahdollisten optio-ohjelmien yleisistä jakopäätöksistä, kuten kuinka monta optioita on mahdollista jakaa, eivätkä he voi vaikuttaa palkkiojärjestelmien yksityiskohtien suunnitteluun (Bebchuk et al., 2002). Faman & Jensenin (1983) mielestä omistajien toimesta valvonta voi olla usein tehotonta, koska omistajilla on mahdollisuus hajauttaa omistuksensa. Heidän mukaansa osakkeenomistajien toimesta tapahtuva valvonta voi olla tehokasta vain, mikäli osakkeenomistus on keskittynyttä. Pohjoismaissa pörssiyritysten omistus on kuitenkin huomattavasti keskittyneempää kuin Yhdysvalloissa, missä Faman & Jensenin (1983) tutkimus on toteutettu. Fama & Jensen (1983) mainitsevat omistajien ja hallituksen lisäksi valvontaa suorittavia mekanismeja olevan yhtiön muut johtajat, joiden motivaationa on löytää ylempien johtajien heikkouksia mahdollisen ylennyksen toivossa; johtajien tehokkaat työmarkkinat, joilla parhaiten menestyneet johtajat saavat parhaat työpaikat sekä yritysvaltausten uhka, joiden toteutuessa toimiva johto useasti vaihdetaan.

2.3.2 Optimaalinen sopimusteoria ja johtajan valta -teoria

Agenttiteorian pohjalta voidaan todeta muodostuneen kaksi hyvin yleisesti akateemisessa tutkimuksessa käytettyä teoriaa: optimaalinen sopimusteoria (*optimal contracting, efficient contracting*) ja johtajan valta -teoria (*managerial power*). Yksinkertaistaen optimaalisen sopimusteorian ajatuksena on nähdä johdon palkitseminen keinona vähentää agenttikustannuksia johdon ja osakkeenomistajien välillä. Päämääränä on palkkiojärjestelmä, joka yhdistää johdon ja omistajien intressit. Johtajan valta -teorian mukaan johtajan liiallinen palkitseminen on agenttisuhteista johtuva ongelma toimitusjohtajan, hallituksen ja osakkeenomistajien välillä. Hallituksella ei ole tämän teorian perusteella motivaatiota tehokkaaseen johdon valvontaan, sillä he saattavat hyötyä johdon tahdon mukaisesti toimimalla muun muassa johdon maksamien palkkioiden myötä ja hallitukseen uudelleen valinnan kautta eikä heillä ole välttämättä vahvoja siteitä osakkeenomistajiin, jotka ovat heidät hallitukseen valinneet. Jos yrityksen omistus on hyvin hajautunut, ei omistajista ole suoraa uhkaa hallituksen jäsenille. Johtaja nähdään oman edun tavoittelijana, joka pyrkii käyttämään valtaansa heikkoon hallitukseen. (Bebchuck & Fried, 2003; Frydman & Jenter, 2010; Murphy, 2012)

Optimaalisen sopimusteorian tavoitteena on palkkiojärjestelmä, jonka luomilla kannustimilla pyritään saamaan agentti (eli toimitusjohtaja) toimimaan päämiesten (eli osakkeenomistajien) intressien mukaisesti (esim. Rosen, 1990). Rosenin (1990) mukaan ongelmaksi saattaa muodostua löytyykö

markkinoilta lopulta kannustinmalleja, jotka yhdistäisivät omistajien ja johdon intressit. Holmströmin (1979) mukaan ongelmana on, miten epätäydellistä informaatiota toimitusjohtajan toiminnan tavoitteiden toteutumisesta voidaan käyttää sopimusten parantamiseen ja toiseksi, miten tällaista informaatiota voidaan käyttää optimaalisesti. Vastaukseksi hän esittää, että epätäydellisen informaation seuraamiseen tulee luoda erilaisia informaatiota tuottavia järjestelmiä (esim. kustannuslaskentatyökaluja). Lambertin et al. (1993) mukaan agenttien toiminta ja informaatio, johon toiminta perustuu, on usein epätäydellistä ja näkymätöntä päämiehille. Näin ollen palkkiojärjestelmän tulisi perustua selkeisiin ja ymmärrettäviin tulostittareihin, joiden avulla päämiehet voivat seurata agenttien toimintaa. Yleisesti ottaen optimaalisen sopimuksen tulisi palkita agenttia menestyksellisestä toiminnasta perusteltujen ja yksiselitteisten mittareiden perusteella. Menestyksen mittareina voidaan käyttää esimerkiksi kirjanpitoon ja yrityksen arvoon perustuvia mittareita (esim. Hermalin & Weisbach, 1998). Optimaalinen sopimusteoria johdon palkkioita selittävänä tekijänä on kuitenkin saanut kritiikkiä siitä, että alan tutkimuksissa on löydetty vain harvoin selkeä yhteys johdon palkkioiden ja yrityksen menestyksen välillä (esim. Bebchuk et al., 2002).

Johtajan valta -teorian merkittävimpiin puolestapuhujiin lukeutuvien Bebchukin, et al. (2002) mukaan optimaalisen sopimusteorian suurimpia ongelmia on, ettei palkitsemisjärjestelmiä neuvoteltaessa hallituksella ole todellisuudessa tehokasta neuvotteluasemaa (*arm's length bargaining*). Ensinnäkin, toimitusjohtajalla on mahdollisuus monissa tapauksissa mutkistaa hallitusjäsenien kokouksia, joissa pyritään neuvottelemaan palkitsemisesta. Toiseksi, hallituksen dynamiikka estää tehokasta neuvottelua, mikäli suuri osa hallitusjäsenistä ei halua haastaa toimitusjohtajaa palkitsemiskysymyksissä. Kolmanneksi, vaikka hallituksen jäsenet olisivat muutoin halukkaita hillitsemään toimitusjohtajan palkkaa, heillä ei ole useinkaan taloudellista kannustinta tai tarvittavaa informaatiota tehdä niin. Usein toimitusjohtaja on hyvin suuressa roolissa hallituspaikkoja jaettaessa, eikä uudelleenvalinta ainakaan helpotu, mikäli toimitusjohtajalle pistää vastaan palkkioneuvotteluissa. Osakkeenomistajilla taas on hallitusjäsenien valinnan lisäksi melko rajallinen vaikutusmahdollisuus toimitusjohtajaa kohtaan. Markkinavoimillakin on vain teoreettinen vaikutus. Euroopassa ja Pohjoismaissa esimerkiksi yritysoston uhkaa voidaan pitää hyvin pienenä (Weimer & Pape, 1999).

Johtajan valta -teoria ottaakin huomioon johtajan toimintaan perustuvan palkkion lisäksi myös johdon mahdollisuuden vaikuttaa omaan palkkioonsa. Johdolla on lukuisia mahdollisuuksia vaikuttaa johdon toimintaa valvoviin elimiin, kuten hallitukseen ja osakkeenomistajiin, jotka päättävät palkkiojärjestelmistä. Kyseisessä teoriassa palkkiojärjestelmien uskotaan muovautuvan sekä markkina-

voimista, joiden tavoitteena on suunnata johtoa yrityksen tuloksen maksimointiin, että johdon kyvystä vaikuttaa palkkiojärjestelmistä päättäviin toimielimiin. (Bebchuk & Fried, 2003)

Bebchukin et al. (2002) mukaan myös johtajan valta -teoriassa osakkeenomistaja vs. johto -agenttiongelman on keskeisessä roolissa. Erona on kuitenkin, että palkitsemista ei nähdä ratkaisuna agenttikustannusten vähentämisessä, vaan pikemminkin ongelmana, joka saattaa lisätä itse agenttikustannuksia. Optimaalisessa sopimusteoriassa hallituksen rakentaman palkkiojärjestelmän tarkoituksena on lähentää omistajia ja johtoa. Johtajan valta -teoriassa palkkiot nähdään sitä vastoin osana agenttiongelmia, sillä johto saattaa käyttää palkkiojärjestelmiä hyväkseen oman etunsa maksimimiseksi. Tämä agenttikustannus on laskettavissa palkkion osalla, jonka johtaja saa omaksi edukseen hyväksikäyttämällä valtaansa, verrattuna palkkioon, joka hänelle olisi kuulunut sellaisen sopimuksen nojalla, mikä maksimoi osakkeenomistajien hyödyn. Toisaalta myös muita epäsuoria kustannuksia voi aiheutua, kuten toiminnan tehokkuuden ja motivaation laskemisesta aiheutuvat kustannukset. Teorian mukaan, mitä enemmän valtaa toimitusjohtajalla on, sitä enemmän hän tyypillisesti käyttää valtaansa omaksi hyödykseen muiden kustannuksella.

Toimitusjohtajan valtaan vaikuttavat kasvattavasti esimerkiksi toimitusjohtajan osakkeenomistus, toisaalta sitä vähentää yrityksen ulkopuoliset suuret omistajat. Hallituksen ominaisuuksista hallituksen jäsenten riippumattomuus yrityksestä vähentää toimitusjohtajan valtaa. Toisaalta monet näkyvät tekijät lisäävät toimitusjohtajan valtaa, vaikka jäsen olisikin riippumaton, kuten ystävyys-suhte toimitusjohtajan kanssa tai jos toimitusjohtaja on edesauttanut hallituksen jäsenen valintaa hallitukseen. (Bebchuk et al., 2002)

Bebchuk et al. (2002) esittävät palkkioita rajoittavana tekijänä erityisesti ulkopuolisen paheksunnan (*outrage costs*). Paheksuntaa voi syntyä, mikäli palkkion taso menee selkeästi yli sen tason, mitä yrityksen sidosryhmien mielestä optimaalisen sopimuksen perusteella toimitusjohtajalle kuuluisi maksaa. Tällöin myös toimitusjohtajalle lojaalit hallituksen jäsenet saattavat hylätä toimitusjohtajan vaatimukset ja osakkeenomistajat saattavat alkaa etsiä keinoja vaihtaa toimitusjohtaja. Hallitusjäseniin, erityisesti yrityksestä riippumattomiin hallituksen jäseniin, julkinen paheksunta voi aiheuttaa mainetappioita tapauksissa, jossa hallituksen katsotaan suostuneen liiallisiin toimitusjohtajan palkkioihin. Tämän vuoksi ulkopuolinen paheksunta on tehokas palkkioita rajoittava tekijä. Ulkopuolisen paheksunnan vaikutusta toimitusjohtajan palkkion muodostumiseen on tutkinut esimerkiksi Johnson et al. (1997). He esittävät tutkimuksessaan yritysten, joiden toimitusjohtajien palkkioita oli kuvattu mediassa negatiivisessa valossa, antaneen pienempiä palkankorotuksia tutkimusperiodilla

kuin kilpailijat, joiden palkkiojärjestelmiä ei oltu käsitelty julkisuudessa negatiivisessa valossa. Thomas & Martin (1999) tutkivat osakkeenomistajien mahdollisuutta vaikuttaa tilanteissa, joissa he kokivat toimitusjohtajien saavan liian hyvää palkkaa suhteessa menestykseen. Heidän tutkimuksensa osoitti, että osakkeenomistajien vaikutus oli nähtävissä esimerkiksi pienentyneiden palkankorotusten sekä menestyksen ja palkkion välisen kuilun pienenemisen muodossa.

Bebchukin et al. (2002) mukaan toimitusjohtajat pyrkivät piilottamaan (*camouflage*) ylisuuria palkkioitaan erilaisin keinoin niin, että palkkio näyttäisi olevan lähellä optimaalisen sopimusteorian mukaista omistajien ja toimitusjohtajan intressejä yhdistävän palkkiojärjestelmän mukaista tasoa. Erään teorian mukaan palkitsemiskonsulttien palveluja käytetään keinona naamioida ja oikeuttaa johdon korkeita palkkioita. Bizjackin et al. (2008) mukaan useimmat suuret yritykset käyttävät palkitsemiskomiteoita, jotka koostuvat hallituksen jäsenistä. Nämä komiteat taas luottavat useasti HR-osaston tutkimuksiin ja suosituksiin, joita on ollut tekemässä ulkopuoliset palkitsemiskonsultit. Konsulttien ja palkitsemiskomiteoiden on usein tapana benchmarkata palkkiokokonaisuus saman toimialan ja koon mediaanipalkkaa korkeammaksi. Toimitusjohtajat, joiden palkkiot ovat alle mediaanitason, saavatkin tyypillisesti huomattavasti korkeampia palkankorotuksia kuin toimitusjohtajat, joiden palkka on mediaanitason yläpuolella. Näin toimimalla yleinen mediaanipalkkataso nousee jatkuvasti. Bizjack et al. (2008) toteavat kuitenkin, että toimitusjohtajat, jotka ennen palkankorotusta ansaitsivat mediaanipalkkaa vähemmän, suoriutuvat tyypillisesti hyvin suhteessa palkankorotukseen ja näin ollen sitä ei voida pitää heikon corporate governancen merkinä tai että se lisäisi palkitsemisen tehottomuutta. Toimitusjohtajat, jotka ansaitsevat vähemmän kuin mediaanipalkan, ovat taas tilastollisesti suuremmassa riskissä vaihtaa tai menettää työpaikkansa.

Bebchukin et al. (2003) mukaan palkitsemiskonsulteilla on useita motivaatioita toimia toimitusjohtajan tahdon mukaisesti. Vaikka HR-henkilöstö palkkaa konsultit, ovat toimitusjohtajat usein mukana konsulttien valintaprosessissa. Konsulttien kannattaa tehdä toimitusjohtajan kannalta mieleisiä päätöksiä, jotta tulisivat he valituksi vastaavanlaisiin tehtäviin vastaisuudessakin. Lisäksi palkitsemiskonsultit työskentelevät usein konsultointiyrityksessä, jolla on muita huomattavasti suurempia toimeksiantoja kyseessä olevan yrityksen kanssa. Näin ollen voidaan todeta ulkopuolisten konsulttien puolueettomuuden kärsivän ja että toimitusjohtajilla on mahdollista naamioida palkkioitaan konsulttien avulla.

Mielenkiintoista on, että useimmat akateemiset tutkimukset perustuvat pääosin vain joko optimaaliseen sopimusteoriaan tai johtajan valta -teoriaan, vaikka ne eivät ole toisiaan pois sulkevia teorioita

(Murphy, 2012). Joidenkin tutkimusten mukaan (esim. Lambert et al., 1993; Frydman & Dirk, 2010; Murphy, 2012) organisaatioiden kannustimia ja johdon palkkiojärjestelmiä kuvaakin parhaiten näiden teorianmallien yhdistelmät. Lisäksi esimerkiksi Murphy (2012) haluaisi akateemisten tutkimusten ottavan enemmän kantaa erilaisten lakien ja säännösten mahdolliseen vaikutukseen palkkiotasoissa ja -järjestelmissä. Optimaalisen sopimusteorian ja johtajan valta -teorian lisäksi voidaan mainita myös Rosenin (1986) turnausteoria ja stewardship -teoria, joka tarjoaa mielenkiintoisen viitekehyksen Pohjoismaita ajatellen. Stewardship -teoria esitellään lyhyesti seuraavassa luvussa.

Agenttiteorian soveltuvuutta Pohjoismaiseen hallintotapaan on aika ajoin kritisoitu. Agenttiteoria on luotu Yhdysvalloissa, samoin kuin suurin osa alan akateemisesta tutkimuksesta. Yhdysvaltojen ja Pohjoismaiden hallintotavoissa on kuitenkin paljon eroja. Weimer & Pape (1999) tyypittelee maailman corporate governance -järjestelmät neljään eri luokkaan: anglosaksiseen, germaaniseen, latinalaiseen ja japanilaiseen järjestelmään. Yhdysvallat ja Iso-Britannia kuuluvat anglosaksiseen järjestelmään ja Pohjoismaat germaaniseen. Anglosaksisessa järjestelmässä on tyypillistä, että yrityksen omistus on hajautunutta ja suurin osa omistajista on yksityishenkilöitä. Anglosaksisissa maissa viisi suurinta omistajaa omistavat noin 20–25 % yrityksestä, kun kolme suurinta omistajaa Pohjoismaissa omistaa yrityksestä tämän tutkimuksen mukaan keskimäärin noin 45 % äänimäärällä laskettuna. Germaanisissa maissa pörssiyrityöillä on huomattavasti suurempia omistajia ja instituutionaaliset suuromistajat omistavat tyypillisesti suurimman osan pörssiyrityöiden osakkeista. Näin ollen suuromistajilla on huomattavasti enemmän valtaa germaanisissa maissa kuin Yhdysvalloissa. Yritykset nähdään germaanisissa maissa itsenäisinä taloudellisina toimijoina, jotka koostuvat eri sidosryhmistä. Anglosaksissa kulttuureissa yritykset nähdään usein yksikköinä, joiden tarkoitus on pääasiassa maksimoida osakkeenomistajien arvoa. Osakemarkkinoilla onkin huomattavasti pienempi rooli germaanisissa maissa ja ulkopuolinen osakemarkkinoiden kontrolli on miltei olematonta. Mitä keskittyneempää omistus on, sitä enemmän suurilla omistajilla on mahdollista vaikuttaa suoraan neuvottelemalla yrityksen edustajien kanssa, eikä ulkopuolista uhkaa esimerkiksi yrityskaappauksen muodossa ole. Ammattiliittojen vaikutusvalta on myös Pohjoismaissa sekä muissa germaanisissa maissa suhteessa hyvin korkea. Hallintojärjestelmän osalta erityispiirteitä käsiteltiin luvussa 2.1.2 Pohjoismainen corporate governance. Lubatkin et al. (2005) tuovat esiin agenttiteorian sovellettavuusongelmat Yhdysvaltojen ulkopuolella. Heidän mukaansa johtuen erilaisista kulttuurisista piirteistä Yhdysvalloissa muodostettu agenttiteoria pohjautuu individuaalisuuteen, oman edun tavoitteluun sekä pakotettuun sääntöjen noudattamiseen. Ruotsissa taas, kuten muissakin Pohjoismaissa, on vallalla tasa-arvoon ja kollektiiviseen vastuuseen pohjautuva kulttuuri. Heidän mukaansa Ruotsin malliin sosisikin agenttiteoriaa paremmin stewardship -teoria.

2.3.3 Stewardship -teoria

Stewardship -teorian pyrkimyksenä on vastata ongelmiin, joita agenttiteoriassa on koettu olevan (Davis et al., 1997). Agenttiteorian ongelmaksiksi on esitetty muun muassa, että teorian ihmismalli on liian yksinkertaistettu matemaattista tutkimusta silmällä pitäen ja tämän vuoksi teorian osapuolten käyttäytyminen on epärealistista (esim. Hirsch et al., 1987; Jensen & Meckling, 1994). Doucouliagosin (1994) mukaan on väärin, että ihmisen ainoaksi motivaation lähteeksi on nimetty oman edun tavoittelu. Frankin (1994) mielestä teorian ihmismalli ei sovi ajatukselle ihmisestä sosiaalisena olentona. Davisin et al. (1997) mukaan agenttiteoria toimii hyvin tilanteissa, joissa päämiesten ja agentin intressit ovat eriäviä. Näin ei kuitenkaan aina ole. Heidän mukaansa stewardship -teorian tarkoituksena onkin paikata agenttiteorian puutteita.

Davis et al. (1997) esittävät, että stewardship -teorian mukaan osa johtajista toimii luonnostaan päämiesten tavoitteiden mukaisesti. Kyse on toimitusjohtajan luonteesta, ympäristön vaikutuksesta johtamistapaan ja toimitusjohtajan omasta valinnasta. Teorian mukaan johtajat, joiden tarpeet pohjautuvat kasvuun, saavutuksiin ja itsensä toteuttamiseen, kokevat saavansa enemmän hyötyä toimissaan organisaation etujen mukaisesti. Samoin toimivat johtajat, jotka samastuvat organisaation arvoihin. Kollektivistinen organisaatiokulttuuri, jossa pidetään tärkeänä osallistumista yhteisiin asioihin, luottamuksen rakentamista, yhdessä toimimista ja matalaa hierarkiaa, on omiaan muodostamaan päämies–stewardship -suhteita. Teorian mukaan toimitusjohtajalla on kyky valita itse haluaako hän toimia omien etujen vai yhteisten päämäärien mukaisesti. Valinta perustuu toimitusjohtajan tulkintaan tilanteesta sekä hänen psykologisesta motivaatiosta. Myös päämiesten käyttäytyminen vaikuttaa siihen, millaisen johtamistyylin toimitusjohtaja valitsee. Organisaatiokulttuuri ja ympäristö vaikuttavat paljon, kokeeko toimitusjohtaja tarpeelliseksi omien etujensa vaalimisen vai kokeeko hän järkevämmäksi toimia organisaation etujen mukaisesti.

Lubatkinin et al. (2005) mukaan stewardship -teoria toimii agenttiteoriaa paremmin Ruotsin kaltaisissa maissa. Ruotsalainen kulttuuri painottaa sosiaalisia kontrolleja, jotka sitovat yhteen tehokkaasti kaikki sidosryhmät mukaan lukien omistaja ja johtajat. Tämän perusteella ruotsalaiset hallintojärjestelmät ohjaavat johtajia toimimaan organisaation tavoitteiden mukaisesti. Tällaisissa järjestelmissä hallitusten päätehtävänä ei välttämättä ole johdon valvonta, vaan hallituksen jäsenet voivat toimia johdon neuvonantajina. Vaikka Lubatkinin et al. (2005) tutkimuksessa käsiteltiin Pohjoismaista ainoastaan Ruotsia, voidaan olettaa samankaltaisia tuloksia myös Suomesta ja Norjasta. Samankal-

taisuutta Pohjoismaisissa corporate governance -järjestelmissä on kuvannut olevan esimerkiksi Lau Hansen (2006).

Agenttiteorialla on kiistämätön rooli toimitusjohtajan palkkiojärjestelmiä tutkittaessa. Myös suurin osa alan tutkimuksista perustuu agenttiteoriaan. Näin ollen myös tässä tutkimuksessa teoriat erilaisen muuttujien vaikutuksesta perustuvat pääasiassa agenttiteoriaan. Onkin mielenkiintoista nähdä toimivatko muuttajat samoin Pohjoismaisella aineistolla tutkittaessa, kuin pääosin Yhdysvaltalaisella aineistolla tehdyt tutkimukset.

3 Toimitusjohtajan palkitseminen

Kappaleessa kuvaillaan millaisessa roolissa hallitus on palkitsemisjärjestelmien suunnittelussa. Seuraavaksi esitetään palkitsemisen tavoitteet eli mitä palkitsemisella yritetään saavuttaa. Tämän jälkeen kolme seuraavaa kappaletta kertoo erilaisista tämän tutkimuksen kannalta olennaisista tekijöistä, jotka aiemman tutkimuksen perusteella vaikuttavat toimitusjohtajan palkitsemisen tasoon. Kappaleen viimeisessä osiossa esitetään tutkimuksen hypoteesit.

3.1 Hallituksen rooli johdon palkitsemisjärjestelmien kehittäjänä

Kuten jo aiemmin on todettu, päävastuu palkitsemisjärjestelmän suunnittelusta ja kehittämisestä on hallituksella asiantuntijoiden tukemana. Osakkeenomistajillakin on mahdollisuus vaikuttaa reunaehdoin esimerkiksi optioista äänestämällä yhtiökokouksessa. Yhtiökokous myös valitsee hallituksen ja osakkeenomistajilla on mahdollisuus ilmoittaa, ettei hallitus enää nauti luottamusta ja valita uusi hallitus. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suositus numero 40 kuvaa päätöksentekojärjestuksen seuraavanlaiseksi: ”Yhtiökokous päättää hallitus- ja valiokuntatyöskentelystä maksettavista palkkioista ja niiden määräytymisperusteista. Toimitusjohtajan palkitsemisesta ja hänelle maksettavista muista korvauksista päättää hallitus. Yhtiön on selostettava yhtiön toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen päätöksentekojärjestys.” Murphyn et al. (2012) mukaan osakkeenomistajien valitseman hallituksen vastuulla on ennen kaikkea johdon valvonta, palkkaaminen ja erottaminen sekä ylimmän johdon ja toimitusjohtajan palkkiojärjestelmän kehittäminen.

Pörssiyrityksillä on useasti hallituksen jäsenistä koostuva palkitsemisvaliokunta, jonka erityisvastuulla on palkkiojärjestelmien kehittäminen. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodi määrittelee suosi-

tus numero 31:ssä seuraavasti: ”Hallitus voi tehostaa toimitusjohtajan ja yhtiön muun johdon palkitsemis- ja nimitysasioiden sekä muun henkilöstön palkitsemisjärjestelmien valmistelua perustamalla palkitsemisvaliokunnan. Palkitsemisvaliokunta voi koko hallitusta tehokkaammin keskittyä yhtiön toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisjärjestelmien kehittämiseen. Palkitsemisvaliokunnan käyttäminen edistää yhtiön palkitsemisjärjestelmien läpinäkyvyyttä ja järjestelmällisyyttä.” Hallinnointikoodin mukaan valiokunnan tehtävänä on valmistella hallitukselle kuuluvia asioita. Palkitsemisvaliokunta ei kannu vastuuta tehtävistä, vaan koko hallitus on vastuussa valiokunnille osoittamiensa tehtävien hoitamisesta. Valiokunnilla ei ole itsenäistä päätösvaltaa, vaan hallitus tekee sille kuuluvat päätökset kollektiivisesti. (Sistonen, 2011)

Hallinnointikoodin mukaan toimitusjohtaja ei saa olla palkitsemisvaliokunnan jäsen. Toimitusjohtaja ei voi olla vaikuttamassa omiin palkkioihin. Enemmistö palkitsemisvaliokunnan jäsenistä tulee olla riippumattomia yrityksestä. Hallituksen tulee määrittää palkitsemisvaliokunnan tehtävät. Hallinnointikoodin suositus numero 33 mukaan tehtäviä voi olla esimerkiksi: ”1) toimitusjohtajan ja muun johdon nimitysasioiden valmistelu sekä heidän seuraajiensa kartoittaminen 2) toimitusjohtajan ja muun johdon palkkauksen ja muiden taloudellisten etuuksien järjestely 3) yhtiön palkitsemisjärjestelmiä koskevien asioiden valmistelu 4) toimitusjohtajan ja muun johdon palkitsemisen arviointi, sekä huolehtiminen palkitsemisjärjestelmien tarkoituksenmukaisuudesta 5) palkka- ja palkkioselvitykseen liittyviin kysymyksiin vastaaminen yhtiökokouksessa.”

Hallituksen rooli tulee pysymään tulevaisuudessakin johdon palkitsemisesta päättävänä elimenä. Oikeusministeriön 27.9.2013 julkaisemassa tiedotteessa todetaan seuraavaa: ”Eduskunnalle annettussa tiedonannossa (E 13/2013 vp) hallitus toteaa, että osakkaiden päätösvalan lisääminen nykyistä kattavammin palkitsemisjärjestelmissä voi olla hyödyllistä osakkeenomistajien kannalta ja se parantaisi pörssiyhtiöiden hallinnointi- ja ohjausjärjestelmiä. Päätöksenteko ei kuitenkaan saisi hämärtää hallituksen roolia ja vastuuta yhtiön johtamisesta. Tämän vuoksi yhtiökokouksen toimivallan tulisi hallituksen tiedonannossa esittämän linjauksen mukaan rajoittua palkka- ja palkkioselvityksen hyväksymiseen tai hylkäämiseen, ylimmän johdon palkkioiden enimmäismääriin sekä keskeisiin periaatteisiin.”⁷

⁷ Oikeusministeriö tiedote, julkaisupäivämäärä 27.9.2013, <http://oikeusministerio.fi/fi/index/ajankohtaista/tiedotteet/2013/09/porssiyhtioidenjohdonpalkkiojarjestelmienavoimuudenlisaaminenonkannatettavaa.html> 20.10.2013

3.1.1 Toimitusjohtajan palkitsemisen tavoitteet

Sistosen (2011) mukaan palkitseminen on osa johdon suorituksen ohjausta. Palkitseminen onkin tärkeää sitoa suoritukseen, sitä ei koskaan tulisi tarkastella irrallisena osana. Jotta voidaan puhua onnistuneesta palkitsemisesta ja palkitsemisen kehittämisestä, tulisi johdon perustehtävät ja tavoitteet olla selviä. Ilman selviä asetettuja tavoitteita johdon tehtävien edellyttämää osaamista ei kyetä tunnistamaan ja näin ollen suoritusten arviointi on hankalaa.

Yrityksen hallituksen tulee miettiä tarkkaan, mitkä asiat vaikuttavat yrityksen menestykseen pitkällä aikavälillä, jotta palkitseminen toimisi tehokkaana suorituksen ohjaajana. Yrityksen johdon strategiset tehtävät vaikuttavat suoraan yrityksen pitkän aikavälin menestykseen. Hallituksen asettamat tavoitteet eivät saa olla liian operatiivisia. Muuten vaarana on, että johto pyrkii liiaksi lyhyen aikavälin tulosten saavuttamiseen. Johdolle asetetuissa tavoitteissa tulisi näkyä myös yksilötason tavoitteita yrityksen tavoitteiden lisäksi. Yksilötason tavoitteiden avulla ohjataan johtajan omaa tekemistä ja kehittymistä kohti yrityksen pitkän aikavälin menestyksen vaatimaa suuntaa. (Sistonen 2011)

3.1.2 Yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Yrityksen perusominaisuuksien voidaan ymmärrettävästi olettaa vaikuttavan toimitusjohtajien palkitsemiseen. Onhan luonnollista, että suuri ja kansainvälinen monialakonglomeraatti maksaa suurempaa palkkaa toimitusjohtajalleen kuin pieni ja lokaalisti toimiva yritys. Yrityksen koon onkin havaittu olevan merkittävin palkitsemisen tasoon vaikuttava ominaisuus. Tosi et al. (2000) mukaan yrityksen koko selittää yli 40 % toimitusjohtajien palkan vaihtelusta. Toinen merkittävänä pidetty yritystekijä, yrityksen menestys, selitti heidän tutkimuksessaan noin 5 % palkan vaihtelusta. Tässä kappaleessa käsitellään tarkemmin näitä kahta muuttujaa.

3.1.2.1 Yrityksen koko

Mitä suurempi yritys sitä enemmän toimitusjohtaja saa yleensä palkkaa. Esimerkiksi Finkelstein & Hambrick (1989) väittävät tutkimuksessaan, että yrityksen koko on yksi tärkeimmistä toimitusjohtajan palkkaan vaikuttavista tekijöistä. Myös Lambert et al. (1991) päätyivät tutkimuksessaan samankaltaiseen tulokseen, jossa tutkittiin pörssiyritysten koon ja toimitusjohtajan palkan suhdetta. Onkin helppoa ymmärtää yrityksen koon merkittävä vaikutus palkitsemisen tasoon. Yleensä yrityksen

kasvaessa myös niiden toiminta monimutkaistuu. Tämä luo tarpeen taitavammille johtajille, joiden palkkiot ovat luonnollisesti korkeampia (esim. Core et al., 1999).

Rosen (1982) painottaa suurten pörssiyritysten toimitusjohtajien roolia ja vastuuta. Suurten yritysten toimitusjohtajilla on huomattava määrä taloudellista valtaa. Tämän vallan mukana kasvaa myös vastuu. Toimitusjohtajien päätökset vaikuttavat koko yrityksen tuottavuuteen ja menestykseen. Hänen mukaansa onkin järkevää maksaa riittävästi palkkaa parhaalle mahdolliselle johtajalle ja antaa hänelle mahdollisuus käyttää valtaa. On tietysti mahdollista palkata yritykselle halvempi ja kokeammampi johtaja, mutta tämä ei olisi tehokasta yrityksen kannalta. Halvempi ja kyvyttömämpi johtaja, jonka taidot olisivat riittävällä tasolla pienemmän yrityksen johtamiseen, aiheuttaisi suuremmalle yritykselle toiminnallaan enemmän epäsuoria kustannuksia kuin kovapalkkainen huippujohtaja, jonka kyvyt riittävät suuren yrityksen johtamiseen. Näin ollen on järkevämpää maksaa huippujohtajalle enemmän palkkaa kuin palkata halvempi, mutta kyvyttömämpi johtaja.

On siis todennäköistä, että yritykset haluavat saada mahdollisimman kyvykkäitä toimitusjohtajia. Suuremmilla yrityksillä on paremmat taloudelliset mahdollisuudet palkata huippujohtajia suurten taloudellisten resurssiensa ansiosta. Yrityksen koko onkin poikkeuksetta mukana vähintään kontrollimuuttujana myös toimitusjohtajan ja yrityksen menestyksen suhdetta mittaavissa tutkimuksissa. Myös Coren et al. (1999) tutkimuksessa yrityksen koolla ja toimitusjohtajan palkkiolla on selkeä yhteys. He päättelivät suurten yritysten maksavan korkeaa palkkaa, sillä niiden johtoon halutaan mahdollisimman kyvykkäät johtajat.

3.1.2.2 Yrityksen menestys

Yrityksen menestyksen tulisi vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan kannustinpalkkioihin. Agenttiteorian ja optimaalisen sopimusteorian mukaan yrityksen menestyksen ja johtajan palkkion tulisi korreloida positiivisesti keskenään (esim. Murphy, 2012). Jotta johto kykenisi maksimoimaan yrityksen arvonnousun osakkeenomistajien tahdon mukaisesti, on yrityksen menestyttävä. Näin ollen palkkioiden tulisi nousta menestyksen kanssa. Optimaalista sopimusteoriaa onkin kritisoitu nimenomaan siitä, että useissa tutkimuksissa yrityksen menestykselle ja toimitusjohtajan palkitsemiselle ei ole löydetty positiivista yhteyttä tai yhteys ei ole ollut tilastollisesti merkitsevä (esim. Bebchuk et al., 2002). Toisaalta kuten Murphy (2012) toteaa, suurin osa akateemisesta tutkimuksesta on pohjautunut agenttiteoriaan ja siihen pohjautuvaan optimaaliseen sopimusteoriaan. Johtajan valta -

teoria on noussut esille vasta 2000-luvulla. Yrityksen menestystä voidaan siis pitää hyvin tärkeänä mittarina toimitusjohtajan palkitsemista tutkittaessa.

Yrityksen menestyksen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välille on toki myös löydetty tukea (esim. Finkelstein & Hambrick, 1989). On kuitenkin mielenkiintoista, että moni tutkimus ei löydä positiivista tilastollisesti merkittävää yhteyttä (esim. Boyd, 1994, Core et al., 1999). Menestyksen ja palkitsemisen yhteyden puuttumisen ongelman ovat tuoneet esiin johtajan valta -teorian tukijat (esim. Bebchuk et al., 2002; Bebchuk & Fried, 2003).

3.1.2.3 Omistuksen keskittyneisyys

Pohjoismaissa pörssiyhtiöiden omistus on hyvin keskittynyttä. Pohjoismaisessa corporate governance -järjestelmässä suurilla osakkeenomistajilla onkin mahdollista valvoa yrityksen toimintaa tehokkaasti. Suurilla omistajilla on paljon äänivaltaa. Näin ollen ne pystyvät vaikuttamaan tehokkaasti esimerkiksi yhtiökokousten kautta tai äänestämällä oman edustajansa hallitukseen. Anglosaksisen järjestelmän valvonta taas perustuu enemmän hallituksen valvontaan, tehokkaisiin markkinoihin ja institutionaaliseen valvontaan. (esim. Weimer & Pape, 1999; Oxelheim & Randøy, 2005). Suurilla osakkeenomistajilla on usein edustaja hallituksessa. Näin suuri omistaja pystyy vaikuttamaan tehokkaammin yrityksen toimintaan ja valvontaan. (esim. Boyd, 1994). Tämän tutkimuksen otoksen perusteella mukaan myös monilla Pohjoismaisilla yrityksillä on hallituksessa suuren osakkeenomistajan edustaja.

Hambrickin & Finkelsteinin (1995) mukaan suurella ulkopuolisella sisäpiiriin kuulumattomalla osakkeenomistajalla on toimitusjohtajan palkitsemista hillitsevä vaikutus. Lisäksi yrityksen ulkopuolelta omistetut yritykset maksavat toimitusjohtajilleen palkkiota, joka määräytyy selkeämmin menestyksen perusteella kuin yritykset, joiden omistus on keskittynyt yrityksestä riippuvalle taholle. Hartzellin & Starksin (2003) mukaan yritykset, joiden omistus on keskittynyt suurille institutionaalisille sijoittajille, maksavat toimitusjohtajille pienempää palkkaa ja niiden palkitsemisjärjestelmät ovat sidottu tiukemmin yrityksen menestykseen. Tämä indikoi tarkempaa ja tehokkaampaa valvontaa, mitä keskittyneempää omistus on.

Hajanaisen omistuksen idea on koko agenttiteorian takana. Kuten jo aiemmin todettua, hajanainen omistus aiheuttaa agenttikustannuksia (esim. Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Mitä keskittyneempi omistus on, sitä tehokkaammin suuret omistajat voivat vaikuttaa valvontaan. Nä-

mä voivat esimerkiksi äänestää yhtiökokouksessa edustajansa hallitukseen. On kuitenkin mielenkiintoista, että aiemman tutkimuksen mukaan Pohjoismaissa korkeasta omistuksen keskittyneisyydestä huolimatta palkitseminen on heikosti sidottua menestykseen (esim. Weimer & Pape, 1999; Sistonen, 2011).

3.1.3 Hallitustekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Hallituksella on tärkeä rooli toimitusjohtajan palkitsemisessa. Kuten todettu, hallituksen yhtenä päätehtävistä on kehittää johdon toimiva palkitsemisjärjestelmä, joka parhaimmassa tapauksessa yhdistäisi omistajien ja johdon intressejä (esim. Lambert et al., 1993; Murphy, 2012). Optimaalinen sopimusteoria perustuukin juuri tähän päämiesten ja agentin intressien yhdistämiseen palkitsemisen keinoin. Palkitsemisjärjestelmällä pyritään vähentämään agenttikustannuksia (esim. Jensen & Mecklin, 1976). Mikäli toimitusjohtajalla on valtaa hallitukseen, hän saattaa käyttää valtaansa hyväkseen oman edun maksimoimiseen omistajien kustannuksella. Optimaalista sopimusteoriaa onkin kritisoitu siitä, että se näyttää toimivan todellisuudessa hyvin harvoin. Toimitusjohtajan ja yrityksen menestys menevät harvoin samassa tahdissa. 2000-luvulla jalansijaa akateemisessa tutkimuksessa onkin saanut johtajan valta -teoria (esim. Bebchuk et al., 2002).

Seuraavaksi käydään läpi tekijöitä, joilla on tutkimusten mukaan havaittu olevan vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Nämä tekijät heikentävät mahdollisesti hallituksen mahdollisuutta toimia tehokkaasti sille tarkoitettuun rooliin, eli toimitusjohtajan valvontaan ja palkitsemisjärjestelmien kehittämiseen. Esimerkiksi Coren et al. (1999) laajasti siteerattu tutkimus tutki hallituksen ominaisuuksien, omistusrakenteen ja toimitusjohtajan palkkion suhdetta. Heidän tutkimuksen mukaan heikompi corporate governance heijastui suurempina johdon palkkioina.

3.1.3.1 Hallituksen koko

Yermack (1999) esittää tutkimuksessaan, että pienemmän hallituksen omaavat yritykset maksavat vahvemmin yrityksen menestykseen sidottua palkkaa, sekä pystyvät valvomaan tehokkaammin toimintaa. Valvonnan tehokkuus ilmenee muun muassa pienten hallitusten tehokkaammalla toimitusjohtajalle suunnatulla irtosanomispelotteella. Liptonin & Lorschin (1992) mukaan hallitukset ovat usein toimimattomia, sillä hallitusten jäsenet kritisoivat harvoin johdon päätöksiä tai keskustelivat ennakkoluulottomasti yrityksen toiminnasta. Heidän mukaansa tehottomuus lisääntyy hallituksen koon kasvaessa. He suosittelivatkin hallituksen koon rajoittamista enintään kymmeneen jäse-

neen ja optimissaan seitsemästä kahdeksaan jäsenen. Tämä suositus perustuu siihen, että vaikka valvontakapasiteetti kasvaa hallituksen koon myötä, niin hyödyt kumoutuvat muun muassa kasvusta johtuvan päätöksenteon hidastumisesta, kriittisen keskustelun vähenemisestä ja lisääntyvästä negatiivisesta suhtautumisesta riskinottoon. Jensenin (1993) mielestä pitämällä hallituksen koon pienenä yritys voi parantaa hallituksen toiminnan tehokkuutta. Kun hallituksen koko kasvaa yli seitsemän tai kahdeksan henkilön, toimitusjohtajan on helpompi kontrolloida hallitusta ja näin ollen niiden valvontatoiminta on tehottomampaa. Kontrollin lisääntyminen aiheutuu suuremman ryhmän ryhmäpaineesta toimia toimitusjohtajaa kohtaan lojaalisti ja kohteliaasti. Hallituksen on vaikeampi haastaa toimitusjohtajan näkemyksiä vihamielisyyden ja kostamisen pelossa.

On kuitenkin syytä miettiä toimiiko pieni hallitus kaikissa tapauksissa. Viimeaikaiset tutkimukset ovatkin osoittaneet, että hallituksen koko on kytköksissä tiettyihin yritysmuuttujiin, kuten Tobinin Q:hun, tuottavuuteen ja yrityksen kokoon, mutta yhteyttä johdon palkitsemiseen ei löytynyt. (esim. Coles et al., 2008 ja Patro et al., 2009). Coles et al. (2008) esittävätkin mielenkiintoisen havainnon, jonka mukaan markkina-arvoltaan suurilla yrityksillä iso hallitus korreloi positiivisesti tuloksen kanssa. Näin ollen näyttäisikin siltä, että yrityksen koon kasvaessa tarpeeksi suureksi, optimaalinen hallituksen koko olisikin suuri. Toisaalta Core et al. (1999) löysivät positiivisen korrelaation hallitusjäsenten määrän ja palkitsemisen välillä.

3.1.3.2 Hallituksen riippumattomuus

Hallituksen tehtävänä on toimia osakkeenomistajien edunvalvojina yrityksessä. Näin ollen jäsenten tulisi toimia päämiesten ja agentin linkkinä päämiesten etua ajatellen, olivatpa he riippumattomia yrityksestä tai eivät. Suomen listayhtiöiden hallinnointikoodin suositus numero 15 mukaan hallitusten on arvioitava jäsentensä riippumattomuus ja ilmoitettava, ketkä heistä ovat riippumattomia yhtiöstä ja ketkä riippumattomia merkittävimmistä osakkeenomistajista. Samoin vaativat muidenkin Pohjoismaiden hallinnointikoodit. Hallinnointikoodin mukaan jäsen ei ole riippumaton yhtiöstä, mikäli hän työskentelee tai on työskennellyt yhtiössä kolmen viime vuoden aikana. Jäsen ei ole myöskään riippumaton, mikäli jäsen saa korvauksia yhtiöltä tai johtoon kuuluvilta henkilöltä esim. konsulttityöstä, mikäli jäsen on ollut asiakkuus- toimittajuus- tai yhteistyösuhteessa yhtiön tai yhtiön johtoon kuuluvien kanssa tai on ollut tilintarkastajana. Jäsen ei ole riippumaton osakkeenomistajista, mikäli jäsenellä on määräysvalta tahoon, joka omistaa merkittävän osan hallitusjäsenen yhtiön osakkeista tai mikäli hän itse omistaa merkittävän osan osakkeista joko suoraan tai epäsuoraan yhtiöstä, jossa toimii hallituksen jäsenenä. Yhdysvaltalaisissa tutkimuksissa käsitellään tavallisesti vain

riippumattomuutta yrityksestä, sillä jako tehdään vuosikertomuksissa tyypillisesti executive director (riippuva jäsen) ja non-executive director (riippumaton jäsen) välillä, eli sen mukaan toimiiko hallituksen jäsen myös työsuhhteessa yritykseen.

Mitä enemmän hallituksella on yrityksestä riippuvia jäseniä, sitä enemmän valtaa toimitusjohtajalla voidaan katsoa olevan hallitukseen. Toimitusjohtajan vallan kasvaessa lisääntyy myös toimitusjohtajan mahdollisuudet käyttää hyväkseen valta-asemaansa esim. liiallisen palkitsemisen ja muiden etujen muodossa (Bebchuk & Fried, 2003). Ryan Jr. & Wiggins III (2004) löysivät yhdysvaltalaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessaan yhteyden tehokkaampien kannustinjärjestelmien ja itsenäisempien hallitusten välillä. Heidän mukaansa mitä riippumattomampi hallitus on, sitä enemmän yritys maksaa toimitusjohtajalle osakeperusteisia palkkioita. Vastaavasti, mitä riippuvampi hallitus ja mitä pidempää toimitusjohtaja on toiminut yrityksessä, sitä enemmän yritykset käyttävät käteispalkkioita. Hermalin & Weisbach (1998) esittävät tutkimuksessaan, että palkitsemisesta päätetään neuvotteluin hallituksen ja toimitusjohtajan välillä. Heidän mukaansa tätä neuvottelua voidaan pitää eräänlaisena kaupankäyntinä, jossa valittu osa hallituksesta (esim. palkitsemisvaliokunta) käy kauppaa kahden osapuolen, toimitusjohtajan ja osakkeenomistajien, välillä. Toimitusjohtajalla voi olla mahdollisuus käyttää valtaansa tässä kaupankäynnissä osakkeenomistajien tappioksi. Jos hallitus on riippumaton yrityksestä, toimitusjohtajalla on vähemmän mahdollisuuksia vaikuttaa esimerkiksi hallituksen jäsenten uudelleenvalintaan.

3.1.3.3 Hallituksen jäsenet Pohjoismaiden ulkopuolelta

Pohjoismaissa toimivien yritysten toimitusjohtajat, joiden yritysten hallituksessa on jäseniä anglosaksisista maista sekä yritykset, jotka ovat listattuna anglosaksiseen maan pörssiin, joutuvat kohtaamaan kansainvälisempiä ja haastavampia tehtäviä kuin vain kotimaassa toimivat ja/tai kotimaisista hallitusjäsenistä koostuvat hallitukset. Kansainvälisyys aiheuttaa myös sen, että toimitusjohtajan paikasta ei kilpaile enää vain yrityksen kotimaan johtajakandidaatit, vaan toimitusjohtajat saavat haastajia myös ulkomaisista toimitusjohtajista. Tämä lisää toimitusjohtajan riskiä joutua erotetuksi työpaikastaan. Riskin ja toiminnan haastavuuden lisääntyessä toimitusjohtaja vaatii korkeampaa palkkaa. Kansainvälisesti päteviä kotimaisia toimitusjohtajia on vähän. Toisaalta kansainvälisen toiminnan lisääntyessä tulee kotimaisten johtajien lisäksi kysymykseen myös ulkomaiset toimitusjohtajakandidaatit, jolloin pätevien seuraajien määrä kasvaa. Anglosaksisissa maissa ja kulttuurissa huonosti menestyvä toimitusjohtaja vaihdetaan herkemmin, vaikka menestys johtuisikin toimitusjohtajan vaikuttamiskyvyn ulkopuolisista seikoista, kuten tietyn toimialan ongelmista markkinoilla.

(Oxelheim & Randøy, 2005). Randøy & Nielsen (2002) arvioivat, että Skandinavian ulkopuolelta tulevat hallituksen jäsenet saattavat lisätä hallitusten jäsenten toleranssia korkeampia palkkoja kohtaan. Tämä johtuu siitä, että ulkomaiset jäsenet ovat tottuneet tavallisesti huomattavastikin korkeampaan toimitusjohtajan palkkatasoon kuin mihin Skandinaviassa on totuttu. Oxelheim & Randøy (2005) löysivätkin positiivisen ja tilastollisesti merkittävän vaikutuksen anglosaksisen hallitusjäsenen ja toimitusjohtajan palkkion välillä Ruotsissa ja Norjassa. Heidän mukaan syynä voi olla, että anglosaksisessa järjestelmässä palkkio on sidottu tehokkaammin yrityksen menestykseen sekä toimitusjohtajan vaatimaa riskipremiota suuremmasta todennäköisyydestä joutua erotetuksi, mikäli menestys jää yritykselle asetetusta tavoitteesta. Gregoric et al. (2009) löysivät tilastollisesti merkittävän positiivisen yhteyden toimitusjohtajan palkoissa ja Pohjoismaiden ulkopuolelta tulleiden hallitusjäsenten kanssa. Myös ulkomaalaisten prosentuaalinen nousu hallituksessa ja toimitusjohtajien palkkioiden nousu oli tilastollisesti merkitsevä.

Suomalaisista, ruotsalaisista, norjalaisista ja tanskalaisista yrityksistä koostuvalla datalla vuosilta 2001–2007 tehdyssä hallitusten kansainvälistymistä tarkastelevassa tutkimuksessa löydettiin seuraavanlaisia tuloksia. Yritysten kansainvälisen taloudellisen osaamisen tarpeen lisääntyminen johti hallitusten kansainvälistymiseen. Sen sijaan yritysten varsinaisen toiminnan kansainvälistymisen ja hallituksen ulkomaalaisten jäsenien lukumäärällä ei löytynyt tilastollisesti merkitsevää yhteyttä. Positiivinen yhteys löydettiin sen välillä, että mitä enemmän yrityksen hallituksen kotimaisilla jäsenillä oli kansainvälistä kokemusta, sitä enemmän ulkomaalaisia jäseniä hallituksessa oli. Merkittävä positiivinen yhteys löydettiin ulkomaalaisten omistajien ja ulkomaalaisten hallitusjäsenten määrällä. Myös nimittämiskomitean ulkomaalaisten määrä ja muiden hallitusjäsenten ulkomaalaisten lukumäärä korreloivat positiivisesti. Ainoa negatiivinen suhde oli hallituksen juurtuneisuudella ja ulkomaalaisilla jäsenillä. Tämä saattaa johtua konservatiivisuudesta ja mahdollisesta puutteellisesta kielitaidosta. Gregoric et al. (2009)

3.1.3.4 Naisten lukumäärä hallituksessa

Naisten lukumäärä hallituksissa on kasvussa, mutta on yhä matalalla tasolla. EPWN (2010) tilastojen mukaan vuonna 2010 Euroopassa 300:n suurimman yrityksen hallituksissa oli noin 11,7 % naisia. Vastaavat luvut olivat vuonna 2008 9,7 % ja vuonna 2006 8,5 %. Kasvua on siis ollut noin 21 % per mittausperiodi. Keskimäärin eurooppalaisten suuryritysten hallituksissa oli 1,4 naista. EPWN:n (2010) mukaan Pohjoismaisten yritysten hallituksissa on naisia huomattavan paljon: Nor-

jassa 37,9 %, Ruotsissa 28,2 % ja Suomessa 25,9 %. Ainakin yksi nainen oli jäsenenä 80 %:ssa yritysten hallituksista.

Tutkimukseni mukaan vastaavat luvut ovat lähes identtisiä Norjan osalta. Sen sijaan Ruotsin ja Suomen osalta prosentit ovat selkeästi alhaisempia. Norjassa keskiarvo oli 37,6 % ja mediaani 40,0 %, Ruotsissa vastaavat luvut olivat 23,5 % ja 23,1 % ja Suomessa 17,8 % ja 16,7 %.

Norjan korkea prosenttia selittää lakiin kirjoitettu pakollinen naiskiintiö pörssiyritysten hallituksissa. Laissa määritellään seuraavasti:

- Jos hallituksessa on kaksi tai kolme jäsentä, tulee hallituksessa olla molempien sukupuolten edustajia.
- Jos hallituksessa on neljä tai viisi jäsentä, tulee molemmista sukupuolista olla vähintään kaksi edustajaa.
- Jos hallituksessa on kuudesta kahdeksaan jäsentä, tulee molemmista sukupuolista olla vähintään kolme edustajaa.
- Jos hallituksessa on yhdeksän jäsentä, tulee molemmista sukupuolista olla vähintään neljä edustajaa.
- Jos hallituksessa on yli yhdeksän jäsentä, tulee molempia sukupuolia olla edustettuna vähintään 40 %.

Laki esiteltiin vuonna 2005. Julkisten osakeyhtiöiden tuli noudattaa niitä 1.1.2008 lähtien.

Adamsin & Ferreiran (2009) mukaan naisten osuus hallituksissa tulee todennäköisesti kasvamaan tulevaisuudessa. Esimerkiksi Isossa-Britanniassa valtion virallisissa suosituksissa kehoitetaan naisten osuuden kasvattamista hallituksissa. Ruotsissa on vastaavasti uhattu ryhtyä toimenpiteisiin, mikäli naisten osuus hallituksissa ei ole ainakin 25 %. Espanjassa on väläytelty lakia, jonka mukaan vuonna 2015 40 % hallituksen jäsenistä tulisi olla naisia. Norja on kuitenkin ensimmäinen maa, jossa naiskiintiöt on otettu käyttöön rangaistuksen uhalla.

Naisilla on Adamsin & Ferreiran (2009) mukaan samanlainen valvonnan tehokkuuden vaikutus kuin riippumattomilla jäsenillä hallituksessa. Naisten määrän osuuden kasvaessa toimitusjohtajan palkitseminen ottaa paremmin huomioon yrityksen menestymisen. Adams ja Ferreira (2009) toteavat naisten osuuden vaikutuksen olevan itse asiassa voimakkaampaa myös toimitusjohtajavaihdoksissa suhteessa menestykseen kuin aiemmassa tutkimuksessa on todettu olevan itsenäisillä hallituk-

silla (esim. Weisbach, 1988). Lisäksi Adamsin & Ferrairan (2009) mukaan naisilla on vähemmän poissaoloja hallituksen kokouksista kuin miehillä. Lisäksi naisten osuudella on todettu positiivinen vaikutus miesten kokousoosallistumisiin. Naiset myös osallistuvat todennäköisemmin valiokuntatyöskentelyyn, lukuun ottamatta palkitsemisvaliokuntaa.

Gregoric et al. (2009) löysivät selkeän positiivisen yhteyden naisten prosentuaalisen osuuden hallituksessa ja toimitusjohtajan palkkion välillä pohjoismaisella datalla pois lukien Islanti. Tutkimuksessa ei kuitenkaan löytynyt merkitsevää yhteyttä naisten osuudelle ja toimitusjohtajan palkkioiden nousulle ruotsalaisella ja norjalaisella aineistolla.

3.1.4 Johdon ominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

3.1.4.1 Toimitusjohtajan juurtuneisuus

Hill & Phan (1991) toteavat tutkimuksessaan, että mitä pidempään toimitusjohtaja on toiminut yrityksensä toimitusjohtajana, sitä enemmän hänelle tulee valtaa ja mahdollisuuksia toimia omien etujensa mukaisesti osakkeenomistajien kustannuksella. Toimitusjohtajan toimikauden pituutta kutsutaan akateemisissa tutkimuksissa usein juurtuneisuudeksi (*entrenchment*). Mitä kauemmin toimitusjohtaja on toiminut yrityksessä, sitä syvemmin hän on juurtunut yritykseen. Ryan JR & Wiggins III (2004) väittävät, että mitä juurtuneempi toimitusjohtaja on ja mitä riippuvaisempi hallitus on yrityksestä, sitä vähemmän toimitusjohtajan palkkio keskittyy osakesidonnaiseen palkitsemiseen. Riskiä kaihtava johtaja haluaa mieluummin suurimman osan palkastaan riskittömässä muodossa, joka on riippumaton yrityksen tuloksesta. Heidän tutkimuksensa mukaan toimitusjohtajat käyttävät asemaansa vaikuttaakseen hallituksen palkitsemiseen, jotta hallituksen palkkiojärjestelmä olisi vähemmän sidoksissa yrityksen tulokseen. Näin toimimalla toimitusjohtajien on mahdollista vähentää hallitusten jäsenten motivaatiota valvoa toimitusjohtajan toimintaa suhteessa yrityksen kurssikehitykseen ja toimitusjohtajan on näin mahdollista vähentää oman palkkionsa herkkyyttä osakekurssikehitykseen.

Hill & Phan (1991) korostavakin juurtuneen toimitusjohtajan mahdollisuutta hallita hallitusta ja siten vaatia palkkiopaketteja, jotka vastaavat enemmän omia kuin osakkeenomistajien etuja. Hillin & Phanin (1991) tutkimus osoittaaakin, että osakekurssin kehityksen ja toimitusjohtajan toimikauden pituuden välinen yhteys on negatiivinen. Juurtunut toimitusjohtaja taas oikeuttaa korkeammat palkkiot yrityksen koolla ja riskillä, vaikka riski ei edes vaikuttaisi toimitusjohtajan riskiin joutua erotetuksi. Näin ollen yrityksen koolla ja toimitusjohtajan palkkioilla on positiivinen suhde, joka vahvis-

tuu toimikauden pituuden kasvaessa. Samaten riskin ja kokonaispalkkion välillä on positiivinen yhteys, joka vahvistuu toimikauden pituuden myötä. Myös Boyd (1994) toteaa pitkään toimineiden toimitusjohtajien onnistuneen vallan käytössä suhteessa omaan palkitsemiseen. Toisaalta Deckop (1988) ei löytänyt juurtuneisuudelle ja toimitusjohtajan palkkiolle yhteyttä kokonaiskäteispalkkioita tutkittaessa.

Harley et al. (2004) huomaavat myös, että juurtuneempi toimitusjohtaja kykenee vaikuttamaan hallituksen palkkioihin niin, että se vähentää hallituksen motivaatiota valvoa toimitusjohtajaa. Yritysten, joissa on juurtunut toimitusjohtaja, hallitusten jäsenet saavat pienempiä käteispalkkioita, matalampia kokouspalkkioita ja pienemmän vuosittaisen kokonaiskäteispalkkion.

3.1.4.2 Toimitusjohtajan ikä

Deckopin (1988) mukaan ikä ei vaikuta merkittävästi toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen yhdysvaltalaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessa. Uudemmassa isobritannialaisella aineistolla tehdyssä tutkimuksessa McKnight et al. (2000) tutkivat, miten toimitusjohtajan ikä vaikuttaa kiinteään palkkaan, tulospalkkioihin ja osakeperusteisiin bonuksiin. Heidän mukaansa iällä on selkeä positiivinen yhteys käteispalkkion määrään ja heikompi, mutta silti merkitsevä, positiivinen yhteys kokonaispalkkioon. Tulokset viittaavat siihen, että iän myötä toimitusjohtajat saavat korkeampaa palkkaa, jota voidaan perustella hankitulla kokemuksella ja taidoilla. Kokemus ja taito näyttävät kasvattavan toimitusjohtajan markkina-arvoa työmarkkinoilla. Tutkimuksen mielenkiintoisin havainto oli epälineaarisuus käteistulospalkkioiden ja iän välillä. Toimitusjohtajien käteisbonukset kasvoivat 53 ikävuoteen asti, jonka jälkeen ne kääntyivät laskuun. Palkkiopreferenssit näyttävät silloin muuttavan muotoaan riskittömämmästä käteispalkitsemisesta kohti riskisempää osakepohjaista palkitsemista. Tämä muutos saattaa johtua elämäntilanteen muutoksesta. Esimerkkinä tällaisesta muutoksesta McKnight et al. (2000) antavat seuraavan: 53 vuoden iässä henkilökohtaiset taloudelliset velvoitteet, kuten asuntolaina, autolaina ja lasten lukukausimaksut on saatu hoidetuiksi. Näin ollen toimitusjohtajat alkavat suosia enemmän pitkän aikavälin osakepohjaisia palkitsemismuotoja käteispalkitsemisen sijaan. Myös Conyon & Murphy (2000) väittävät, että toimitusjohtajan ikä-palkkasuhde on alaspäin olevan konkaavin muotoinen. Heidän tutkimuksessaan toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkka kääntyy laskuun 55 vuoden ikäisenä ja kokonaispalkka jo 43 vuoden ikäisenä.

3.1.4.3 Johtoryhmän koko

Henderson & Fredrickson (1996) tutkivat toimitusjohtajan ja johtoryhmän koon yhteyttä toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toimitusjohtaja joutuu käsittelemään suurta määrää informaatiota. Johtoryhmän kokoa kasvattamalla voidaan tätä työmäärää jakaa suuremmalle määrälle henkilöitä. Kun toimitusjohtaja kykenee delegoimaan tehtäviä johtoryhmälle, voidaan olettaa johtoryhmän koon kasvaessa toimitusjohtajan palkan pienenevän. Asiantuntijajäsenet johtoryhmässä helpottavat toimitusjohtajan työtä ja palkitsemisen tasoa voidaan näin perustellusti laskea. Johtoryhmään voidaan ottaa jäseneksi eri alan asiantuntijoita, jolloin informaation prosessointi tehostuu ja toimitusjohtaja voi keskittyä ydinosaamiseensa. Heidän hypoteesinsa oli, että johtoryhmän koon ja toimitusjohtajan palkan suhde olisi negatiivinen.

Tulokset olivat kuitenkin ristiriitaisia hypoteesin kanssa. Johtoryhmän koon kasvaessa toimitusjohtajan palkkakin itse asiassa kasvoi, kun kyseessä oli monialakonglomeraatti. Keskittyneemmissä yrityksissä tilastollisesti merkitsevää yhteyttä ei löytynyt. Monialakonglomeraateista eri toimialojen johtoryhmän jäsenet kilpailevat keskenään yhteisistä resursseista. Tämä taas lisää entisestään toimitusjohtajan taakkaa ja näin perustellusti myös nostaa palkkatasoa. (Henderson & Fredrickson, 1996)

Johtoryhmän tehtävänä on muodostaa ja toteuttaa yrityksen strategia. Toimitusjohtajan tulee koordinoida johtoryhmän jäsenien toimia. Suuremmat johtoryhmät tarvitsevat enemmän koordinaatioita kuin pienemmät tiimit, koska jäsenmäärän kasvaessa on todennäköisempää, että ryhmäkoheesio pienenee. Näin ollen on todennäköisempää, että toimitusjohtajan ja johtoryhmän välillä on enemmän erimielisyyksiä ja informaatiokatkoksia. Tämä lisää toimitusjohtajan töitä, koska valvonta lisääntyy. (Hambrick & Mason, 1984).

Johtoryhmän koon kasvu näyttäisi siis lisäävän toimitusjohtajan palkkatasoa. Suuri johtoryhmä lisää toimitusjohtajan mahdollisuutta delegoida tehtäviä ja näin keventää omaa taakkaansa, mutta aiheuttaa samalla lisää valvontakustannuksia ja lisää byrokratiaa.

3.2 Hypoteesit

Tässä osassa käydään läpi tutkielman hypoteesit, jotka pohjautuvat aiemmin kappaleessa kolme käytyihin yritystekijöihin, hallitustekijöihin ja johdon ominaisuuksiin sekä kappaleessa kaksi esitettyihin teorioihin. Hypoteeseja esitetään yhteensä seitsemän kappaletta.

Hypoteeseissa käytetään termejä positiivinen ja negatiivinen yhteys. Positiivinen yhteys tarkoittaa, että selittävän muuttujan arvon kasvaessa myös selitettävän palkitsemismuuttujan arvo kasvaa. Samoin jos selittävän muuttujan arvo laskee, myös selitettävän palkitsemismuuttujan arvo laskee. Mikäli regressioanalyysin regressiokerroin on positiivinen, se tarkoittaa positiivista yhteyttä muuttujien välillä. Negatiivinen yhteys tarkoittaa, että selittävän muuttujan arvon noustessa selitettävän palkitsemismuuttujan arvo laskee ja päinvastoin. Negatiivinen regressiokerroin tarkoittaa negatiivista yhteyttä muuttujien välillä.

3.2.1 Hallitustekijät

Hallituksen ydintehtäviin kuuluvat toimitusjohtajan valvonta ja palkitsemisjärjestelmistä päättäminen. Mitä heikompi hallitus, sen huonommin se kykenee vastaamaan sille säädettyjen tehtävien hoitamiseen. Hallituksen koon kasvu voi johtaa tehottomuuteen. Vaikka valvontakapasiteetti kasvaa jäsenmäärän myötä, sen hyödyt kumoutuvat byrokratian lisääntymisestä, kriittisen keskustelun vähenemisestä ja riskin kaihtamisesta (Lipton & Lorsch, 1992). Myös esimerkiksi Jensen (1993), Core (1999) ja Yermack (1999) väittävät hallituksen koon kasvun johtavan tehottomampaan valvontaan ja sitä kautta korkeampiin palkkioihin. Randøy & Nielsen (2002) löysivät selkeän positiivisen yhteyden hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Toisaalta osassa tutkimuksissa ei löydetä yhteyttä hallituksen koolle ja toimitusjohtajan palkitsemiselle (esim. Coles et al., 2008 ja Patro et al., 2009). Koska selkeästi suurempi osa tutkimuksista viittaa koon ja palkitsemisen positiiviseen yhteyteen, on tämän tutkimuksen ensimmäinen hypoteesi seuraava:

Hypoteesi 1: Hallituksen koolla ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys.

Riippumattomat hallituksen jäsenet ovat henkilöitä, joilla ei ole sidoksia yritykseen. Pohjoismaisessa hallinnointikoodissa vaaditaan ilmoittamaan riippumattomuus yhtiöstä ja riippumattomuus merkittävistä osakkeenomistajista. Riippumattomia hallitusjäseniä pidetään yleisesti tehokkaina toimitusjohtajan toiminnan valvojina. He voivat helpommin esittää voimakkaitakin näkemyksiä toimitusjohtajaa vastaan, sillä toimitusjohtajalla on heihin vähemmän valtaa, koska heillä ei ole muuta suhdetta yritykseen kuin hallituspaikka. Monen tutkimuksen mukaan riippumattomuudella edistetään palkkion ja menestyksen yhteyttä sekä tehostetaan valvontaa (esim. Fama & Jensen, 1983 ja Boyd, 1994). Toimitusjohtaja voi käyttää hallituksen riippuvuutta hyväkseen palkkaneuvotteluissa (esim. Hermalin & Weisbach, 1998; Bebchuk & Fried, 2003). Akateemisesta maailmasta löytyy myös toisenlaisia tuloksia, joissa riippumattomampi hallitus maksaa korkeampaa palkkaa (esim. Lambert et

al., 1993). Koska valtaosa tutkimuksista kuitenkin tukee riippumattomuuden ja palkkion negatiivista yhteyttä, on toinen hypoteesi seuraava:

Hypoteesi 2: Hallituksen riippumattomuudella ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on negatiivinen yhteys.

Pohjoismaat ovat alueena mielenkiintoinen maiden samankaltaisuudesta johtuen. Esimerkkeinä voidaan todeta näillä mailla olevan samankaltainen hallintokoodi, tasa-arvoisuus, pienet palkkaerot ja maltilliset johdon palkkiot ja bonukset verrattuna muihin Euroopan maihin. Kansainvälistymisen myötä Pohjoismaiden hallitukseen on tullut yhä enemmän jäseniä Pohjoismaiden ulkopuolelta. Ulkomaiset jäsenet ovat usein tottuneet korkeampaan toimitusjohtajan palkkatasoon ja näin ollen saattavat kasvattaa palkkioita, mikäli ovat päättämässä palkitsemisjärjestelmistä. Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallitusjäsenten on useassa tutkimuksessa todettu kasvattavat toimitusjohtajan palkkiota. (Randoy & Nielsen, 2002; Oxelheim & Nielsen, 2005; Gregoric et al., 2009).

Hypoteesi 3: Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallituksen jäsenten osuudella ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys.

Hallituksessa olevien naisten osuuden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen on mielenkiintoinen tutkimuksen aihe pohjoismaisella otoksella, sillä Norjassa on käytössä lakisääteinen 40 % naiskiintiö pörssiyhtiöiden hallituksissa. Adamsin & Ferreiran (2009) mukaan naisilla on samankaltainen vaikutus hallituksen toimintaan kuin riippumattomilla jäsenillä. Heidän mukaansa valvonta tehostuu naisten osuuden kasvaessa. Gregoric et al. (2009) taas löytävät positiivisen yhteyden naisten osuudella hallituksessa ja toimitusjohtajan palkkatasoon välillä. Sen sijaan naisten osuudella hallituksessa ei ollut vaikutusta palkan kasvuun tutkimuksen seurantajaksolla 2007–2009. Vaikka tulokset ovat ristiriitaisia, niin palkkatasoon määrän voidaan ajatella olevan hyvän menestyksen tulosta. Näin ollen hypoteesi neljä määritellään seuraavasti:

Hypoteesi 4: Naisten osuudella ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on negatiivinen yhteys.

3.2.2 Johdon ominaisuudet

Mitä kauemmin toimitusjohtaja on toiminut yrityksessä, sitä juurtuneempi hän on. Monet tutkimukset osoittavat juurtumisen lisäävän toimitusjohtajan valtaa (esim. Hill & Phan, 1991; Boyd, 1994 ja

Ryan JR & Wiggins III, 2004). Juurtuneemmat toimitusjohtajat pystyvät vaikuttamaan palkkionsa laatuun ja suuruuteen. Ryan JR & Wiggins III (2004) esittävät tutkimuksessaan, että juurtuneemmat toimitusjohtajat suosivat käteispalkkaa osakesidonnaisen palkan sijaan. Voidaankin siis olettaa, että juurtuneisuus ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio ovat positiivisessa yhteydessä toisiinsa.

Hypoteesi 5: Toimitusjohtajan juurtuneisuus ja kokonaiskäteispalkkio ovat positiivisessa suhteessa toisiinsa.

Toimitusjohtajan iän karttuessa kokemus kasvaa. McKnight et al. (2000) tekivät mielenkiintoisen havainnon, että vaikka kokonaispalkka oli positiivisesti korreloiva iän kanssa, niin tulospalkkiot alkoivat laskea 53 ikävuoden jälkeen. Samankaltaiseen tulokseen päätyivät myös Conyon & Murphy (2000). Heidän mukaansa kokonaiskäteispalkka nousee 55 ikävuoteen asti. Toisaalta kokonaispalkka, johon otetaan mukaan myös osakeperusteiset palkkiot ja optiot, kääntyi laskuun jo 43 ikävuoden jälkeen. Koska tässä tutkimuksessa käsitellään kokonaiskäteispalkkaa, voidaan olettaa iän ja palkkion suhteen korreloivan positiivisesti.

Hypoteesi 6: Toimitusjohtajan iällä ja kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys.

3.2.3 Omistuksen keskittyminen

Mitä keskittyneempi omistus on, sitä tehokkaampaa valvonta on omistajien taholta. Suuromistaja kykenee vaikuttamaan suoraan yrityksen toimintaan korkean äänimäärän avulla esimerkiksi yhtiökokouksen kautta. Suuromistaja pystyy esimerkiksi vaikuttamaan hallituksen jäseniin äänestämällä yhtiökokouksessa. Monissa keskitetysti omistettujen yritysten hallituksissa onkin suuren omistajan edustaja. (esim Boyd, 1994; Weimer & Pape, 1999).

Omistuksen keskittymisen on monessa tutkimuksessa todettu hillitsevän omistajien palkkioita. Keskittymisen on todettu edistävän toimitusjohtajan ja yrityksen menestyksen välistä suhdetta. (esim. Hambrick & Finkelstein, 1995; Hartzell & Starks, 2003). Tämä kertoo onnistuneemmista palkkijärjestelmistä optimaalisen sopimusteorian mukaan. Mitä hajanaisempaa omistus on, sitä todennäköisemmin agenttikustannuksia syntyy. Näitä kustannuksia pyritään vähentämään optimaalisella sopimuksella. (esim. Jensen & Meckling, 1976; Fama & Jensen, 1983). Teorian mukaan keskittyneempi omistus hillitsee tehokkaasti palkkioita. Onkin mielenkiintoista tutkia, toteutuuko se tässä tutkimuksessa, sillä Pohjoismaissa toimitusjohtajan palkkiot ovat historiallisesti olleet löyhästi me-

nestykseen sidottuja keskittyneestä omistusrakenteesta huolimatta (esim. Weimer & Pape, 1999; Sistonen, 2011).

Hypoteesi 7: Omistuksen keskittymisellä ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on negatiivinen yhteys.

4 Aineisto ja tutkimusmenetelmät

Aineisto perustuu otokseen Suomen, Ruotsin ja Norjan pörssiyrityksistä. Kustakin maasta on valittu 50 suurinta pörssiyritystä 2.11.2012 markkina-arvoon perustuen. Aineisto on kerätty neljän tilikauden ajalta 2008–2011. Toimitusjohtajaa koskevat ominaisuudet, kuten palkka, ikä ja toimikauden pituus, on kerätty vuosilta 2009–2011. Hallitus-, omistajuus- ja yritysmuuttujia koskeva aineisto on kerätty vuosilta 2008–2010. Tätä menetelmää käytetään, koska tulospalkkiot perustuvat tavallisesti palkkion maksua edeltävään tilikauden tulokseen ja tavoitteiden toteutumiseen. Tutkimukseen ei otettu mukaan pankki- tai rahoitusalan pörssiyrityksiä, sillä niiden corporate governance -säännöt ja käytännöt eroavat muista toimialoista merkittävästi. Yrityksen hallinnon ja pääkonttorin tuli myös sijaita samassa maassa kuin pörssi, jotta yritys otettiin otokseen mukaan. Esimerkiksi Oslon pörssissä on 50:n suurimman yrityksen joukossa yrityksiä, joiden pääkonttori sijaitsee muualla kuin Norjassa. Näitä yrityksiä ei otettu mukaan tähän tutkimukseen, sillä niiden corporate governance -käytännöt ja hallitustyöskentely saattavat poiketa pohjoismaisista yrityksistä. Mikäli yritys oli listattuna kahteen eri pohjoismaiseen pörssiin, otettiin se mukaan sen maan otantaan, jossa sen pääkonttori sijaitsi. Tutkimuksessa käytetty toimialaluokitus perustuu NASDAQ OMX Nordicin käyttämään luokitukseen, jossa on 10 eri luokitusta. Oslon pörssissä (Oslo Børs) on lähes identtinen toimialaluokitus. Molempien pörssien luokitukset perustuvat kansainväliseen GICS -toimialaluokitukseen, joten luokitusten väliset erot ovat vain nimellisiä. Pankki- ja rahoitusalan pois lukien tutkimukseen otetaan mukaan yhtiöitä yhdeksästä eri NASDAQ OMX:n toimialaluokasta. Tässä tutkimuksessa on lisäksi yhdistetty IT (*information technology*) ja tietoliikenne (*telecommunication services*) toimialaluokkien samankaltaisuudesta johtuen. Edellä mainituilla toimialoilla toimivat yrityksen määriteltiin eri lähteissä tapauksesta riippuen välillä kuuluviksi IT-toimialalle, välillä tietoliikenteeseen. Selkeyden vuoksi tässä tutkimuksessa niitä käsitellään saman toimialan, tietoliikenteen (*information and communications technology, ICT*) alla. NASDAQ OMX käyttää toimialaluokituksessaan öljy & kaasu (*oil & gas*), kun taas Oslo Børs käyttää öljy-yhtiöiden kohdalla toimialaluokitusta energia (*energy*). Näin ollen tässä tutkimuksessa on päätetty käyttää tästä toi-

mialaluokasta nimeä Energia. NASDAQin Julkiset palvelut -sektorin (*utilities*) alla oli kolme yritystä, jotka kaikki toimivat energia-alalla. Tämän vuoksi nämä yritykset yhdistetään energia -toimialan alle. Julkiset palvelut -sektorilla toimivat yritykset ovat tyypillisesti energia-tuottajia, vedenpuhdistamoja tai muita yleishyödykkeiden tarjoajia. Näiden muotoseikkojen jälkeen tässä tutkimuksessa on päätetty käyttää seitsemää eri toimialaluokitusta, jotka ovat seuraavat: energia, informaatiotekniikka, kulutustavarat ja -palvelut, perusmateriaalit, päivittäistavarat, teollisuus ja terveydenhuolto.

Otoksen pörssiyritykset ovat kooltaan suuria, keskisuuria ja pieniä. Yhtiö luokitellaan suureksi, jos sen markkina-arvo on yli miljardi euroa, keskisuureksi määritellään yhtiö, jonka markkina-arvo on yli 150 miljoonaa, mutta alle miljardi ja pienet yhtiöt ovat markkina-arvoltaan alle 150 miljoonaa. Kun aineistoa kerätään 50 pörssiyrityksestä kolmen tilikauden ajalta kolmesta Pohjoismaasta, saadaan havaintojoukon kooksi 450 yritysvuotta. Muuttujien tiedot saatiin kerättyä täydellisesti lähes jokaiselta havaintovuodelta, mikä osaltaan kertoo tiedottamisen laadusta. Pääasiassa tiedot kerättiin yritysten vuosikertomuksista ja nettisivuilta. Osa toimitusjohtajan ikätiedoista on kerätty ”Bloomberg Businessweek ⁸” -palvelusta, mikäli tietoa ei löytynyt vuosikertomuksesta tai yrityksen nettisivuilta. Lopullisesta aineistosta jätettiin pois yksi pörssiyritys, koska tämän yhtiön toimitusjohtajan palkkiot olivat erittäin poikkeavia usean toimitusjohtajavaihdoksen myötä. Lisäksi erään toisen yrityksen vuoden 2008 tietojen saatavuudessa oli hankaluuksia. Näin ollen jokaisesta selittävästä muuttujasta saatiin 446 havaintoa.

Palkitsemistiedot oli ilmoitettu vuosikertomuksissa pääosin erittäin selkeästi. Toimitusjohtajien palkan osat oli eritelty enimmäkseen selkeästi. Suomalaisten ja ruotsalaisten yritysten osalta palkkatietojen todettiin olevan yksityiskohtaisia. Norjalaisissa yrityksissä oli usein tapana yhdistää luontoisedut samaan pakettiin muuttuvaan palkan osaan tulospalkkioiden kanssa. Tässä tutkimuksessa on käytetty samaa periaatetta eli luontoisedut sisältyvät muuttuvaan palkan osaan, jotta palkitsemismuuttujista saataisiin vertailukelpoisia.

Alkuperäisessä tutkimussuunnitelmassa oli tarkoituksena tutkia myös tanskalaisia pörssiyrityksiä. Kööpenhaminan pörssissä listatun 50:n suurimman yhtiön osalta vain 16 pörssiyritystä ilmoitti toimitusjohtajan palkkion erikseen johtoryhmän palkkioista. Suurin osa muista tanskalaisista pörssiyrityksistä tiedotti palkkioista vuosikertomuksessa vain yhdellä rivillä, johon oli yhdistetty koko johto-

8 <http://investing.businessweek.com>

ryhmän palkkiot. Tästä syystä tanskalaiset pörssiyritykset jätettiin pois. Tätä seikkaa voidaan pitää yllättävänä, sillä tanskalaista hallinnointikoodistoa hallinnoiva komitea, Komiteén for god Selskabsledelse, kuuluu Pohjoismaiden yhteiseen corporate governance -komiteaan. Hallinnointikoodissa määrätään toimitusjohtajien palkitsemisen tiedottamisesta yksityiskohtaisesti. Mikäli tätä periaatetta ei noudata, joutuu yritys kertomaan syyn ”comply or explain” -periaatteen mukaisesti. Tanskalaisen yritysten corporate governance -raporteissa tätä puutetta perusteltiin usein sillä, että yksityiskohtaisella palkkadatasta ei ole hyötyä osakkeenomistajille ja selitettiin palkitsemisen olevan henkilökohtainen asia

Lopullinen aineisto koostuu kolmen Pohjoismaan, Suomen, Ruotsin ja Norjan, suurimmista pörssiyrityksistä 2.11.2012 markkina-arvon perusteella. Rahoitusalan yrityksiä ei otettu mukaan niiden erillisestä sääntelystä johtuen. Taulukosta 1 löytyy tiedot toimialajakaumasta kokonaisuudessaan ja maittain:

Taulukko 1. Otoksen yritysten toimialajakauma

Yritysten toimialajakauma					
Yhteensä	N	%-osuus	Suomi	N	%-osuus
Energia	18	12,08 %	Energia	2	4,00 %
Informaatiotekniikka	17	11,41 %	Informaatiotekniikka	6	12,00 %
Kulutustavarat ja -palvelut	24	16,11 %	Kulutustavarat ja -palvelut	8	16,00 %
Perusmateriaalit	17	11,41 %	Perusmateriaalit	8	16,00 %
Päivittäistavarat	14	9,40 %	Päivittäistavarat	5	10,00 %
Teollisuus	48	32,21 %	Teollisuus	18	36,00 %
Terveydenhuolto	11	7,38 %	Terveydenhuolto	3	6,00 %
Yhteensä	149	100 %	Yhteensä	50	100 %
Ruotsi	N	%-osuus	Norja	N	%-osuus
Energia	1	2,00 %	Energia	15	30,61 %
Informaatiotekniikka	3	6,00 %	Informaatiotekniikka	8	16,33 %
Kulutustavarat ja -palvelut	12	24,00 %	Kulutustavarat ja -palvelut	4	8,16 %
Perusmateriaalit	6	12,00 %	Perusmateriaalit	3	6,12 %
Päivittäistavarat	2	4,00 %	Päivittäistavarat	7	14,29 %
Teollisuus	21	42,00 %	Teollisuus	9	18,37 %
Terveydenhuolto	5	10,00 %	Terveydenhuolto	3	6,12 %
Yhteensä	50	100 %	Yhteensä	49	100 %

4.1 Muuttajat

Tutkimuksessa käytettävät muuttajat on kerätty pääasiassa yhtiöiden Internet-sivuilta löytyvistä virallisista vuosikertomuksista sekä sijoittajille suunnatuista tiedoista. Taloudellisia tietoja varten on käytetty Orbis-tietokantaa.

4.1.1 Selitettävä muuttuja: toimitusjohtajan palkitseminen

Tutkimuksessa palkitsemismuuttujina käytetään käteispalkkioita niiden yksiselitteisyyden ja selkeyden vuoksi. Kokonaiskäteispalkkio muodostuu toimitusjohtajalle maksettavasta kiinteästä vuosipalkasta sekä palkkion rahamääräisistä muuttuvista osista. Nämä muuttuvat osat koostuvat tulospalkkioista, bonuksista ja luontoiseduista. Luontoisedut luetaan tavallisesti peruspalkkaan, mutta ne on tässä tutkimuksessa laskettu palkan muuttuvaan osaan. Sama käytäntö oli yleisesti käytössä norjalaisten ja ruotsalaisten pörssiyritysten vuosikertomuksissa. Tutkimuksessa ei huomioida toimitusjohtajan kokonaispalkkion muita osia, kuten osakesidonnaisia palkkioita, optioita tai eläkejärjestelyjä. Näiden osien huomiotta jättäminen on perusteltua niiden arvostamisen hankaluuden vuoksi. Lisäksi osakesidonnaiset palkkiot ja optiot ovat verraten vähäisiä Pohjoismaissa verrattuna esimerkiksi Iso-Britanniaan sekä Keski- ja Etelä-Eurooppaan (esim. Sistonen, 2011; Fernandes et al., 2012). Näin ollen niiden hyötysuhde tutkimuksen tulosten kannalta on kiistanalainen. Kokonaiskäteispalkkiota on käytetty myös joissain aikaisemmissa tutkimuksissa sen selkeän määriteltävyyden vuoksi (esim. Finkelstein & Hambrick, 1989; Boyd, 1994; Ozdemir & Upneja, 2012).

Suomalaiset, ruotsalaiset ja norjalaiset pörssiyritykset tiedottavat erittäin hyvin ja yksiselitteisesti toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkioista. Havaintojen keräyksessä on tehty yksi tulkinnallinen valinta: mikäli toimitusjohtaja on vaihtunut tilikauden aikana, on molempien toimitusjohtajien palkkiot laskettu yhteen. Toimitusjohtaja oli vaihtunut yhteensä 62:na havaintovuonna eli 13,9 % yritys vuosista. Tulosten luotettavuuden testaamiseksi on lisäksi tuotettu regressioanalyysi, jonka otoksesta on poistettu toimitusjohtajan vaihdosvuodet.

4.1.2 Selittävät corporate governance -muuttajat

Toimitusjohtajan ikä kuvaa yksiselitteisesti toimitusjohtajan ikää. Mikäli toimitusjohtaja on vaihtunut tilikauden aikana, on tutkimukseen huomioitu sen toimitusjohtajan ikä, joka on toiminut työssänsä suuremman osan vuodesta.

Toimitusjohtajan juurtuneisuus on laskettu vuosissa kaavalla päättynyt vuosi – aloitusvuosi +1. Eli mikäli toimitusjohtaja on vaihtunut kesken vuoden, lasketaan hänen silti toimineen yhden kokonaisen vuoden toimestaan. Toimitusjohtajaa koskevat muuttujat on otettu samalta vuodelta kuin selitettävä palkitsemismuuttuja, koska nämä molemmat ovat suoraan toimitusjohtajaan liittyviä tekijöitä. Iän myötä tuleva kokemus ja juurtuneisuus tapahtuvat samana vuonna kuin palkitseminen, tämän vuoksi tämä menettelytapa on perusteltua.

Seuraavat corporate governance -muuttujat ovat peräisin palkitsemisvuotta edeltävältä tilikaudelta. Palkkioista ja bonuksista päätetään edellisen tilikauden tapahtumien pohjalta, joten tämä valinta on perusteltua. Samaa metodologiaa on käyttänyt esim. Holopainen (2010).

Omistuksen keskittyminen on laskettu äänimäärän perusteella kolmen suurimman omistajan yhteenlasketulla osuudella. Äänimäärä on valittu absoluuttisen osakkeenomistuksen sijaan, koska vain äänimäärällä on mahdollisuus vaikuttaa päätöksentekoon.

Johtokunnan kokoa kuvaa johtokunnan jäsenten määrää. Johtokuntaan on laskettu henkilöt, jotka on mainittu vuosikertomuksen liitetiedoista löytyvästä johtokunnan palkkaerittelyssä. Näin toimimalla ei ole otettu mukaan laajennettua johtoryhmää, joka joskus kuvataan vuosikertomuksen tekstiosiosissa.

Hallituksen koko tarkoittaa hallituksen jäsenten lukumäärää. Mikäli toimitusjohtaja kuuluu hallitukseen, on hänet laskettu mukaan. Tähän muuttujaan on laskettu vain yhtiökokouksen valitseman hallituksen jäsenet, sillä vain he voivat olla riippumattomia yrityksestä. Ruotsissa ja Norjassa on yleensä mukana myös työntekijöiden edustajia, jotka ovat täysivaltaisia hallitusjäseniä, mutta eivät voi olla riippumattomia. Työntekijöiden edustajia ei ole kuitenkaan otettu mukaan hallituksen kokoa kuvaavaan muuttujaan, jotta siitä saadaan vertailukelpoinen suomalaisten pörssiyritysten hallitusten kanssa.

Yrityksestä riippumattomien hallitusjäsenten sekä suurimmista osakkeenomistajista riippumattomien jäsenten määrä on mainittu vuosikertomuksessa yksiselitteisesti. Määritelmä perustuu pörssiyritysten hallintokoodistoon ja tiedon on sen mukaan löydyttävä vuosikertomuksesta.

Pohjoismaiden ulkopuolelta tuleva jäsen tarkoittaa jäsentä, jonka kansallisuus on muualta kuin viidestä Pohjoismaasta. Näiden jäsenten *osuus hallituksesta* on laskettu prosentuaalisena osuutena ko-

ko hallituksen koosta. Samoin on toimittu *naisten osuutta hallituksessa* kuvaavassa muuttujassa. Naisten osuuteen on laskettu mukaan myös työntekijöiden edustajat.

4.2 Kontrollimuuttujat

Useissa toimitusjohtajan palkitsemista koskevissa akateemisissa tutkimuksissa on käytetty kontrollimuuttujina *yrityksen kokoa* ja *menestystä*, sillä niiden on todettu vaikuttavan merkittävästi toimitusjohtajan palkitsemiseen (esim. Core et al., 1999; Tosi et al., 2000).

Kokoa kuvataan liikevaihdon luonnollisella logaritmillä heteroskedastisuuden vähentämiseksi. *Menestyksen* mittariksi on valittu pääoman tuottoaste, ROA, sillä se ottaa huomioon yrityksen pääomarakenteen. Koko pääoman tuottoastetta on käytetty useassa tutkimuksessa menestyksen mittarina (esim. Core et al., 1999; Ozdemir & Upneja, 2011).

Toimiala, maa ja vuosi ovat dummy-muuttujia. Muuttujilla nähdään niiden mahdollinen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Muuttujien pääasiallisen tarkoituksena on testata mahdollisia ongelmia korrelaatioiden kanssa. Lisäksi nähdään, miten palkkiot jakautuvat toimialoittain.

4.3 Tutkimusmenetelmä

Menetelmänä käytetään lineaarista monimuuttujaregressioanalyysiä (OLS). Tutkimuksen ensimmäisessä vaiheessa analysoidaan kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toisessa vaiheessa otetaan mukaan corporate governance -muuttujat. Tämän vaihe on kaksiosainen, jossa ensin tutkitaan vain corporate governance -muuttujien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toisessa osassa otetaan analyysiin mukaan myös kontrollimuuttujat.

Ensimmäinen malli, joka keskittyy tutkimaan kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen, on seuraavanlainen:

$$\ln(\text{Palkitsemismuuttuja}) = \beta_0 + \beta_1 \text{Yrityksen menestys} + \beta_2 \ln(\text{Koko}) + \beta_3 \text{Toimiala-dummyt} + \beta_4 \text{Maa-dummyt} + \beta_5 \text{Vuosi-dummyt} \quad (1)$$

Toinen malli keskittyy tutkimuksen keskiössä olevien corporate governance -muuttujien vaikutukseen toimitusjohtajan palkitsemisessa:

$$\begin{aligned} \ln(\text{Palkitsemismuuttuja}) = & \beta_0 + \beta_1 \text{Toimitusjohtajan ikä} + \\ & \beta_2 \text{Toimitusjohtajan juurtuneisuus} + \beta_3 \text{Omistuksen keskittyminen} + \\ & \beta_4 \text{Johtokunnan koko} + \beta_5 \text{Hallituksen koko} + \\ & \beta_6 \text{Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet} + \\ & \beta_7 \text{Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet} + \\ & \beta_8 \text{Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksessa} + \\ & \beta_9 \text{Naisten osuus hallituksessa} + \beta_{10} \text{Menestys} + \beta_{11} \ln(\text{Koko}) + \\ & \beta_{12} \text{Toimiala-dummyt} + \beta_{13} \text{Maa-dummyt} + \beta_{14} \text{Vuosi-dummyt} \end{aligned} \quad (2)$$

Samankaltaista mallia on käyttänyt tutkimuksessaan esimerkiksi Randøy & Nielsen (2002). Palkitsemismuuttujina käytetään kokonaiskäteispalkkiota, kiinteää vuosipalkkaa ja palkkion muuttuvaa osaa, joka koostuu tulospalkkioista, bonuksista ja luontoiseduista.

4.4 Palkkioita ja corporate governance -muuttujia kuvailevat tunnusluvut

Taulukko 2. Kuvailevat tunnusluvut palkitsemismuuttujista.

Taulukon palkkiot on ilmoitettu euroina. Ruotsalaisten ja norjalaisten yritysten ilmoittamat valuuttamääräiset palkkiot on muunnettu euroiksi Suomen Pankin ilmoittamien vuotuisten keskiarvojen mukaisesti.

	Kuvailevat tunnusluvut palkitsemismuuttujista							
	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskihajonta	Alakvartiili	Yläkvartiili	N
Kaikki								
Kokonaiskäteispalkkio	123 457	2 997 000	796 598	648 780	501 311	448 555	967 590	446
Kiinteä palkka	111 215	1 733 593	565 302	480 922	2 978 722	361 175	696 406	446
Muuttuva palkka + l. edut	0	1 916 000	231 295	149 210	2 882 982	30 748	282 242	446
Suomi								
Kokonaiskäteispalkkio	192 000	2 997 000	745 610	649 383	427 767	466 762	879 787	150
Kiinteä palkka	149 000	1 260 061	547 500	509 501	229 771	385 246	655 452	150
Muuttuva palkka + l. edut	0	1 916 000	198 110	127 191	274 202	18 045	260 784	150
Ruotsi								
Kokonaiskäteispalkkio	123 457	2 718 835	1 069 866	878 868	588 163	637 976	1 508 603	149
Kiinteä palkka	111 215	1 733 593	729 761	659 190	363 296	452 063	992 426	149
Muuttuva palkka + l. edut	0	1 731 412	340 105	230 673	326 967	115 041	523 629	149
Norja								
Kokonaiskäteispalkkio	161 131	2 132 145	571 640	491 957	314 224	386 077	651 053	147
Kiinteä palkka	141 426	1 238 149	416 773	384 009	180 629	299 855	498 837	147
Muuttuva palkka + l. edut	0	1 611 617	154 867	107 948	221 662	24 640	192 659	147

Taulukossa 2 on esitetty kuvailevat tunnusluvut tutkimuksen palkitsemismuuttujista kaikista havainnoista yhteensä ja eriteltyinä maittain. Tiedot on kerätty vuosien 2009–2011 vuosikertomuksista. Tutkimuksen tarkoituksena on havainnollistaa toimitusjohtajan palkitsemista poikkileikkausdatan tavoin. Tästä syystä vuosikohtaisia havaintoja ei esitetä taulukossa. Suomalaista yrityksistä saatiin kerättyä täydelliset tiedot 50:n markkina-arvoltaan suurimman pörssiyrityksen osalta. Ruotsalaisista yrityksistä vain yhdeltä tilikaudelta ei saatu yhden pörssiyrityksen tietoja. Norjalaisten yritysten osalta yksi yritys oli niin poikkeava palkitsemisen osalta, että se päätettiin jättää pois lopullisesta aineistosta.

Suomen, Ruotsin ja Norjan toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkion keskiarvoksi saatiin 796 598 euroa ja mediaaniksi 648 780 euroa. Näiden maiden kokonaiskäteispalkkio näyttää pohjautuvan suurelta osin kiinteään vuosipalkkaan. Kiinteän palkan keskiarvoksi saatiin 565 302 euroa ja mediaaniksi 480 922 euroa. Tulospalkkion osalta keskiarvoksi saatiin 231 295 euroa ja mediaaniksi 149 210 euroa. Mitään olennaisia vinoutumia ei havaittu kokonaiskäteispalkkion tai kiinteän palkan osalta, sillä keskiarvo ja mediaani ovat suhteellisen lähellä toisiaan. Muuttuvan palkkion hajonta on hieman vinoutunut oikealle, sillä sen keskiarvo on mediaania suurempi.

Mielenkiintoisia havaintoja saatiin maakohtaisesta vertailusta. Ruotsissa kokonaiskäteispalkkion keskiarvo oli havaintojaksona noin kolmanneksen kaikkien kolmen maan keskiarvoa korkeampi. Suomalaisten pörssiyritysten toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkiot olivat hyvin lähellä kolmen maan keskiarvoa. Vastaavasti norjalaisten yritysten toimitusjohtajat saivat noin kolmanneksen vähemmän käteispalkkioita.

On syytä huomioida, että norjalaiset pörssiyritykset ovat suhteessa huomattavasti pienempiä kooltaan liikevaihdolla mitattuna. Yrityksen koko taas korreloi kaikkein voimakkaimmin selittävistä muuttujista toimitusjohtajien palkkioiden kanssa (liite 1). Kun yrityksen koon vaikutus neutralisoidaan yritysten välillä, päädytään täysin erilaisiin tuloksiin toimitusjohtajien palkkioiden suuruudessa. Tällöin norjalaiset pörssiyritykset maksavat korkeinta kokonaiskäteispalkkiota näistä kolmesta maasta. Kokoneutraalit kokonaiskäteispalkkiot esitetään taulukossa 6 sivulla 67.

Taulukko 3. Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista

Selittävät muuttujat	Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista							
	Minimi	Maksimi	Keskiarvo	Mediaani	Keskiahajonta	Alakvartiili	Yläkvartiili	N
Toimitusjohtajan ikä	34,000	66,000	51,850	52,000	6,136	48,000	56,000	446
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	1,000	23,000	5,785	5,000	4,511	2,750	7,250	446
Omistuksen keskittyminen	0,010	0,958	0,454	0,442	0,205	0,311	0,603	446
Johdokunnan koko	1,000	19,000	8,105	8,000	3,018	6,000	10,000	446
Hallituksen koko	4,000	12,000	6,861	7,000	1,546	6,000	8,000	446
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	0,444	1,000	0,907	1,000	0,119	0,851	1,000	446
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	0,200	1,000	0,752	0,778	0,194	0,600	0,889	446
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksesta	0,000	0,714	0,110	0,000	0,172	0,000	0,200	446
Naisten osuus hallituksessa	0,000	0,636	0,262	0,273	0,137	0,154	0,375	446
Kontrollimuuttujat								
Menestys (ROA)	-93,060	68,380	4,149	4,650	12,175	1,158	8,785	446
Koko (Liikevaihto)	7 094	73 723 386 200	1 046 850 956	1 190 671 508	6,150	420 109 626	3 203 360 396	446

Taulukossa 3 esitetään tutkimuksen selittävien muuttujien ja kontrollimuuttujien kuvailevat tunnusluvut. Liitteessä 4 on nähtävissä maakohtaiset kuvailevat tunnusluvut selittävien muuttujien osalta. Merkittäviä vinoutumia ei ole muutoin kuin liikevaihdon osalta. Tämä ongelma saadaan korjattua käyttämällä luonnollista logaritmia liikevaihdosta.

Toimitusjohtajan ikähaitari vaihtelee 34–66 ikävuoden välillä keskiarvon ja medianin ollessa noin 52 vuotta. Toimitusjohtaja vaihtuu keskimäärin noin 5–6 vuoden välein. Kuten Weimer & Pape (1999) toteavat, on omistus hyvin keskittynyttä. Kolmella suurimmalla omistajalla on keskimäärin noin 45 % äänivallasta, korkeimmillaan jopa lähes 96 %. Tässä erikoistapauksessa on kyseessä nor-

jalainen energiayhtiö, jonka omistavat lähes kokonaan valtio ja kaupunki. Johtokunnassa on keskimäärin noin 8 jäsentä ja hallituksessa noin 7 yhtiökokouksen valitsemaa jäsentä. Myös Randøy & Nielsen (2002) tutkimuksessa ruotsalaisten ja norjalaisten yritysten hallituksen koko oli keskimäärin 7 jäsentä.

Tutkimuksen otoksen hallitusten jäsenet olivat keskimäärin noin 91 % riippumattomia yrityksestä. Tämä on todella paljon korkeampi kuin vastaava luku yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa. Esim. Core et al. (1999) ja Ryan Jr. & Wiggins III (2004) mukaan yhdysvaltalaisien yritysten hallituksissa riippumattomia hallitusjäseniä on keskimäärin vain hieman yli puolet. Pohjoismaiden ulkopuolelta jäseniä oli keskimäärin vain noin 11 %. Naisten osuus hallituksissa taas on poikkeuksellisen korkea jo eurooppalaisessakin mittakaavassa. Tutkituissa Pohjoismaissa noin 26 % hallitusjäsenistä oli naisia, kun esimerkiksi eurooppalaisella aineistolla Immonen (2012) sai vastaavaksi luvuksi vain 13 %. Lukua tutkittaessa on hyvä muistaa, että Norjassa lain mukaan hallituksissa tulee olla 40 % naisia.

Kontrollimuuttujista menestystä mittaava koko pääoman tuotto prosentti (ROA) on keskimäärin noin 4,15 mediaanin saadessa arvon 4,65. Muuttujan minimi- ja maksimi arvon vaihtelu on melko suuri. Alimmillaan ROA saa arvon -93,06 ja suurimmillaan 68,38. Liikevaihdon osalta keskiarvo ja mediaani ovat hyvin lähellä toisiaan. Liikevaihdon keskiarvoksi saadaan 1 046 850 956 euroa ja mediaaniksi 1 190 671 508 euroa. Pienin liikevaihto on vain 7 094 euroa ja suurin 73 723 386 200 euroa.

5 Empiirinen tutkimus

5.1 Korrelaatioanalyysi

Korrelaatioanalyysi esitetään liitteessä 1, josta nähdään tutkimuksen kaikkien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet. Korrelaatiotaulukko on jaettu siten, että taulukon vasemmassa alakulmassa on esitetty Pearsonin korrelaatiokertoimet ja oikeassa yläkulmassa on esitetty Spearmanin korrelaatiokertoimet.

Kokonaiskäteispalkkion osalta voidaan havaita tilastollisesti merkitsevä Pearsonin korrelaatio kaikkien muiden corporate governance -muuttujien kanssa, paitsi riippumattomuutta mittaavien muuttu-

jien ja naisten osuutta hallituksesta mittaavan muuttujan osalta. Myös kokoa ja menestystä mittaavat kontrollimuuttajat korreloivat tilastollisesti merkitsevästi kokonaiskäteispalkkion kanssa.

Spearmanin korrelaatiokertoimet ovat kokonaiskäteispalkkion osalta tilastollisesti merkitseviä kaikkien muiden corporate governance -muuttujien kanssa, lukuun ottamatta toimitusjohtajan juurtuneisuutta, hallituksen riippumattomuutta osakkeenomistajista ja naisten osuutta hallituksen jäsenistä. Spearmanin korrelaatiotaulukossa kontrollimuuttujista vain koko saa tilastollisesti merkitsevät korrelaatiokertoimen.

Kiinteän palkan osalta Pearsonin korrelaatioita tutkittaessa voidaan huomata, että omistuksen keskittyminen ja menestys menettävät tilastollisen merkitsevyyden verrattuna kokonaispalkkion korrelaatiokertoimiin. Muuttuvan palkan osalta kokonaispalkkion kertoimiin verrattuna toimitusjohtajan ikä, juurtuneisuus ja menestys menettävät merkitsevyyden. Sen sijaan naisten osuus vaikuttaa positiivisesti tilastollisesti merkitsevästi muuttuvan palkan osalta.

Spearmanin korrelaation osalta kiinteää palkkiota tutkittaessa omistuksen keskittyminen ja hallituksen riippumattomuus eivät ole enää tilastollisesti merkitseviä, vaikka ne olivat kokonaispalkkion kanssa. Muuttuvan palkan osalta Spearmanin korrelaatiokertoimet ovat samalla tavalla tilastollisesti merkitseviä kokonaispalkkion kertoimien kanssa lukuun ottamatta toimitusjohtajan ikää, joka menettää merkitsevyyden.

Etumerkkien osalta ainoa yllättävämpi tulos on negatiivinen etumerkki palkkiomuuttujien ja toimitusjohtajan juurtuneisuuden välillä. Tämä saattaa tarkoittaa, että mitä kauemmin toimitusjohtaja on tehtävässään toiminut, sitä vähemmän toimitusjohtajalle maksettaisiin palkkaa.

Kun tutkitaan toimialoja kokonaispalkkitsemisen osalta, niin saadaan kolme tilastollisesti merkitsevää korrelaatiota sekä Pearsonin että Spearmanin korrelaatiokertoimien osalta. Perusmateriaaleja edustavat pörssiyhtiöt saavat ainoan tilastollisesti merkitsevän positiivisen korrelaatiokertoimen. Päivittäistavaroita ja terveydenhuoltoa edustavat yritykset saavat negatiivisen etumerkin.

Vuosi-dummyjä tutkittaessa voidaan nähdä, että kokonaiskäteispalkkiot ovat olleet kasvussa. Vuosi 2009 saa tilastollisesti merkitsevän negatiivisen korrelaatiokertoimen, kun taas vuosi 2011 tilastollisesti merkitsevän positiivisen korrelaatiokertoimen. Maa-dummyjä tarkasteltaessa ruotsalaiset

yrietykset saavat suuren tilastollisesti merkitsevän positiivisen korrelaatiokertoimen ja norjalaiset yritykset taas vastaavasti negatiivisen korrelaatiokertoimen.

Korrelaatioanalyysin avulla voidaan tutkia selittävien muuttujien multikollinearisuutta. Korrelaatio-
taulukosta ei löydy yhtään selittävien muuttujien välistä kerrointa, joka ylittäisi 0,7 rajan, jota pidetään multikollinearisuuden rajana. Kuten aikaisemmissakin tutkimuksissa, yksi suurimmista korrelaatioista löytyy liikevaihdon ja hallituksen koon välillä. Tämä korrelaatio saa Spearmanin asteikolla 0,5. Korrelaatiotaulusta voidaan kuitenkin nähdä, että häiritsevää multikollinearisuutta ei ole havaittavissa.

5.2 Regressioanalyysi

Tässä osassa käydään läpi regressioanalyysien tuloksia toimitusjohtajan palkitsemiseen mahdollisesti vaikuttavista corporate governance -tekijöistä. Ensimmäisessä vaiheessa tarkastellaan kontrollimuuttujien ja yritystekijöiden vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Toisessa vaiheessa tutkitaan, miten tämän tutkimuksen kannalta olennaiset corporate governance -tekijät vaikuttavat palkitsemiseen. Aineisto on kerätty vuosien 2008–2011 tilikausilta, joissa palkitsemismuuttujat ja toimitusjohtajan ominaisuuksia kuvaavat muuttujat ovat vuodelta n ja muut selittävät muuttujat ovat vuodelta $n-1$. Tutkimuksen tarkoituksena ei ole selittää aikasarjassa tapahtuvia muutoksia, vaan kuvata palkitsemiseen vaikuttavia tekijöitä poikkileikkausdatan tavoin. Tästä syystä regressioanalyysit on toteutettu edellä mainittujen vuosien osalta kerätyllä yhdistetyllä datalla. Vuosi-dummin avulla saadaan kuitenkin yleisluonteinen kuva palkitsemismuuttujien ja vuosien suhteesta. Aineiston muuttujat saatiin kerättyä täydellisesti muutamaa poikkeusta lukuun ottamatta. Nämä vuodet pudotettiin pois lopullisesta regressioanalyysistä.

5.2.1 Kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutus palkitsemiseen

Taulukko 4. Kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin tulokset kontrollimuuttujien vaikutuksesta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon, kiinteään palkkaan sekä muuttuvaan palkkaan ja luontoisedut. Kokonaiskäteispalkkio sisältää kiinteän palkan, muuttuvan palkan ja luontoisedut. Otos koostuu Suomen, Ruotsin ja Norjan suurimmista pörssiyrityksistä maiden pörssien 2.11.2012 päätöskurssien markkina-arvojen mukaan laskettuna. Otos sisältää tietoja yrityksistä ajanjaksolta 2008–2011. Muuttujien jälkeinen +/- tarkoittaa odotettua vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ennen regressioanalyysia. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on lihavoitu p-arvo $\leq 5\%$ tasolla.

Selittävä muuttuja	Selitettävä muuttuja					
	ln(kokonaiskäteispalkkio)		ln(kiinteä palkka)		ln(muuttuva palkka + luontoisedut)	
	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
	(1)		(1)	(1)		
Leikkauspiste	... 9,211	(<,0001)	9,096	(<,0001)	7,756	(<,0001)
Kontrollimuuttujat						
Menestys ja koko						
ROA	+ -0,106	(0,004)	-0,160	(<,0001)	-0,019	(0,696)
ln(liikevaihto)	+ 0,623	(<,0001)	0,681	(<,0001)	0,230	(<,0001)
Toimialat						
Teollisuus	... -	-	-	-	-	-
Kulutustavarat ja -palvelut	... 0,047	(0,211)	0,081	(0,026)	-0,034	(0,504)
Energia	... 0,081	(0,046)	0,078	(0,045)	0,032	(0,550)
Perusmateriaalit	... 0,062	(0,095)	0,072	(0,044)	0,033	(0,510)
Informaatiotekniikka	... 0,096	(0,011)	0,079	(0,029)	0,126	(0,012)
Päivittäistavarat	... -0,044	(0,239)	0,023	(0,525)	-0,174	(<,0001)
Terveydenhuolto	... 0,145	(<,0001)	0,143	(<,0001)	0,081	(0,123)
Maa						
Suomi	... -	-	-	-	0,188	(0,001)
Ruotsi	... 0,219	(<,0001)	0,185	(<,0001)	0,297	(<,0001)
Norja	... -0,089	(0,039)	-0,121	(0,003)	-	-
Vuosi						
2011	... -	-	-	-	-	-
2010	... -0,044	(0,256)	0,043	(0,241)	-0,019	(0,704)
2009	... -0,199	(<,0001)	-0,151	(<,0001)	-0,160	(0,002)
F-arvo	38,264	(<,0001)	45,104	(<,0001)	9,697	(<,0001)
Korjattu R ²	0,501		0,543		0,207	
N	446		446		401	

Tutkimuksen ensimmäisessä osassa käydään läpi kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Taulukossa 4 on esitetty regressioanalyysit kontrollimuuttujina toimivien yritystekijöiden vaikutuksesta palkitsemismuuttujiin. Mallissa tutkitaan yrityksen menestyksen, koon ja toimialan vaikutusta palkitsemiseen. Lisäksi tutkitaan miten yrityksen, kotimaa sekä palkanmaksuvuosi ovat kytköksissä toimitusjohtajan palkkaan.

Yrityksen kokoa kuvaava muuttuja, liikevaihto luonnollisella logaritmillä mitattuna, on erittäin merkitsevä ($p < 0,01$ %) kaikilla palkitsemismuuttujilla. Koon on havaittu myös aiemmissä tutkimuksissa olevan yksi merkittävimmistä palkkatason määrittäjistä. Yrityksen koon kasvaessa kasvavat myös toimitusjohtajan työn haasteet ja toiminnan monimuotoisuus (esim. Core et al., 1999).

Hieman yllättäen menestystä mittaava oman pääoman tuottoasteen suhde palkitsemismuuttujiin on negatiivinen. P-arvo on alle 1 % ($p = 0,4$ %), kun palkitsemismuuttujana on kokonaiskäteispalkka. Kiinteän palkan osalta menestyksen merkitsevyys on ($p < 0,01$ %). Sen sijaan muuttuvan rahapalkan osalta yrityksen menestys menettää tilastollisen merkitsevyyden. Negatiivista suhdetta voidaan pitää yllättävänä, sillä agenttiteorian mukaan menestyksen ja palkitsemisen suhde tulisi olla positiivinen. Agenttiteoriasta pohjautuvan optimaalisen sopimusteorian mukaan tulokseen ja menestykseen perustuva palkkaus on tehokas tapa vähentää agenttikustannuksia (esim. Jensen & Meckling 1976). Toisaalta tätä mahdollista negatiivista suhdetta on selitetty johtajan valta -teorialla (esim. Bebchuk et al., 2002).

Pääasiassa kaikki mallin toimialat ovat positiivisessa suhteessa palkitsemiseen, eikä merkittäviä eroja ole. Teollisuuden tuloksia ei raportoida, sillä sen tulos ei vaikuta merkittävästi esitettyyn tulokseen.

Maa-dummyt kertovat jo kuvailevista tuloksista todetun eron maakohtaisten palkkioiden välillä. Ruotsissa toimitusjohtajat saavat suhteessa eniten kokonaiskäteispalkkaa, Suomessa kokonaiskäteispalkkiot ovat lähellä keskiarvoa, joten tulosten raportointi ei vaikuta lopulliseen malliin ja Norjassa maksetaan suhteessa vähiten. Vuosi-dummyjen tulokset ovat negatiivisesti laskevia, mikä saattaa olla selitettävissä yleisestä palkkakehityksestä tai finanssikriisistä johtuneesta tilapäisestä palkkojen notkahduksesta.

Mallin selitysvaste on noin 50–54 % kokonaiskäteispalkkion ja kiinteän palkan osalta. Käteispalkkion muuttuvaa osaa malli kykenee selittämään vain 21 % selittävyysasteella.

5.2.2 Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukko 5. Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen

Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin tulokset corporate governance -muuttujien vaikutuksesta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon, kiinteään palkkaan sekä muuttuvaan palkkaan ja luontoisetuihin. Kokonaiskäteispalkkio sisältää kiinteän palkan, muuttuvan palkan ja luontoisedut. Otos koostuu Suomen, Ruotsin ja Norjan suurimmista pörssiyrityksistä maiden pörssien 2.11.2012 päätöskurssien markkina-arvojen mukaan laskettuna. Otos sisältää tietoja yrityksistä ajanjaksolta 2008–2011. Muuttujien jälkeinen +/- tarkoittaa odotettua vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ennen regressioanalyysia. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on lihavoitu p-arvo $\leq 5\%$ tasolla.

Selittävä muuttuja	Selitettävä muuttuja											
	ln(kokonaiskäteispalkkio)				ln(kiinteä palkka)				ln(muuttuva palkka + luontoisedut)			
	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Leikkauspiste	...	12,100 (<,0001)	9,830 (<,0001)		11,641 (<,0001)	8,923 (<,0001)			11,045 (<,0001)	8,923 (<,0001)		
Corporate governance -muuttujat												
Toimitusjohtajan ikä	+	0,049 (0,258)	0,004 (0,902)		0,035 (0,423)	-0,018 (0,614)			0,090 (0,067)	0,074 (0,131)		
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	+	-0,109 (0,012)	-0,085 (0,017)		-0,113 (0,009)	-0,061 (0,084)			-0,125 (0,010)	-0,137 (0,005)		
Omistuksen keskittyminen	-	-0,054 (0,215)	-0,110 (0,003)		0,027 (0,540)	-0,027 (0,457)			-0,124 (0,014)	-0,103 (0,046)		
Johtokunnan koko	+/-	0,199 (<,0001)	0,062 (0,092)		0,212 (<,0001)	0,064 (0,082)			0,110 (0,034)	0,057 (0,267)		
Hallituksen koko	+	0,350 (<,0001)	0,078 (0,082)		0,405 (<,0001)	0,101 (0,024)			0,130 (0,015)	-0,022 (0,721)		
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	-	-0,050 (0,235)	0,002 (0,951)		-0,013 (0,757)	0,042 (0,211)			-0,103 (0,033)	-0,079 (0,091)		
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	-	0,028 (0,504)	0,001 (0,979)		0,046 (0,275)	0,003 (0,932)			0,038 (0,429)	0,037 (0,458)		
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksessa	+	0,170 (<,0001)	0,215 (<,0001)		0,091 (0,030)	0,140 (<,0001)			0,206 (<,0001)	0,214 (<,0001)		
Naisten osuus hallituksessa	-	0,083 (0,049)	0,067 (0,117)		0,078 (0,065)	0,110 (0,010)			-0,080 (0,105)	-0,050 (0,394)		
Kontrollimuuttujat												
ROA	+	...	-0,032 (0,371)		...	-0,099 (0,006)			...	0,040 (0,419)		
ln(liikevaihto)	+	...	0,530 (<,0001)		...	0,587 (<,0001)			...	0,170 (0,004)		
Toimiala-dummyt	?	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...		Ei	Kyllä	...	
Maa-dummyt	?	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...		Ei	Kyllä	...	
Vuosi-dummyt	?	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...		Ei	Kyllä	...	
F-arvo		23,787 (<,0001)	30,054 (<,0001)		23,741 (<,0001)	31,072 (<,0001)			11,781 (<,0001)	8,121 (<,0001)		
Korjattu R ²		0,315	0,578		0,312	0,587			0,195	0,272		
N		446	446		446	446			401	401		

Seuraavaksi analysoidaan tutkimuksen toinen osa, jossa tutkitaan corporate governance -muuttujien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen. Taulukossa 5 esitetään tulokset corporate governance -muuttujien vaikutuksesta kokonaiskäteispalkkioon, kiinteään vuosipalkkaan sekä muuttuvaan palkkioon. Palkitsemismuuttujille on toteutettu regressioanalyysit kahdella eri tavalla. Ensimmäisissä (1) sarakkeissa regressioanalyysi on tehty ilman kontrollimuuttujia, jolloin fokus on ainoastaan corporate governance -muuttujissa. Toisissa (2) sarakkeissa on otettu mukaan myös kontrollimuuttujat, jolloin voidaan testata, säilyykö corporate governance -muuttujien merkittävyys myös kokonaisvaltaisemmassa mallissa. Koska yrityksen koko on erittäin merkittävä toimitusjohtajan palkitsemiseen

vaikuttava tekijä, myös selittävyysaste nousee huomattavasti jälkimmäisissä malleissa. Toimiala-, maa- ja vuosi-dummyjen tuloksia ei raportoida taulukossa, sillä ne eivät ole tämän tutkimuksen kannalta olennaisia.

Regressioanalyysin tulosten perusteella voidaan vahvistaa vain kaksi hypoteesia, jotka ovat hypoteesit 3 ja 7. Hypoteesi 3 mukaan Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallituksen jäsenten osuudella ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys. Hypoteesi 7 mukaan omistuksen keskittymisellä ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on negatiivinen yhteys.

Tulosten mukaan kaikkein selkein yhteys oli Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallitusjäsenten osuudella hallituksessa ja toimitusjohtajan palkitsemisella. Tämä selittävä muuttuja sai tilastollisesti merkitsevän positiivisen regressiokertoimen jokaisen sarakkeen kohdalla. Tämä näyttäisi vahvistavan aiempien tutkimusten väitteet, joissa on todettu ulkomaisten jäsenten vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen positiivisesti Pohjoismaissa (Randoy & Nielsen, 2002; Oxelheim & Nielsen, 2005; Gregoric et al., 2009). Tämä vahvistaa hypoteesin numero 3.

Toinen regressioanalyysin perusteella vahvistettava hypoteesi on omistuksen keskittymisen ja toimitusjohtajan palkitsemisen välinen negatiivinen suhde. Mitä keskittyneempää omistus on, sitä paremmin suuret omistajat voivat valvoa toimitusjohtajaa ja vaikuttaa esimerkiksi palkitsemiseen (esim. Weimer & Pape, 1999; Hartzell & Starks, 2003). Tämä suhde ei kuitenkaan tämän tutkimuksen perusteella ole tilastollisesti merkitsevä kiinteän palkan osalta. Koska kokonaiskäteispalkitsemisen ja omistuksen keskittymisen välinen regressiokerroin oli merkitsevä, voimme todeta tutkimuksen vahvistavan hypoteesin numero 7.

Toimitusjohtajan juurtuneisuuden ja kokonaiskäteispalkkion negatiivista tilastollisesti merkitsevää regressiokerrointa voidaan pitää yllättävänä tuloksena. Aikaisemman kirjallisuuden perusteella toimitusjohtajan juurtuneisuus lisää toimitusjohtajan valtaa ja näin ollen voidaan olettaa toimitusjohtajan toimikauden pituuden olevan positiivisessa suhteessa kokonaiskäteispalkkioon, kuten hypoteesissa 5 on esitetty (esim. Hill & Phan, 1991; Boyd, 1994; Ryan JR & Wiggins III, 2004). Tämän tutkimuksen tuloksen perusteella vaikutus on kuitenkin päinvastainen: toimitusjohtajan juurtuneisuudella on tilastollisesti merkitsevä negatiivinen regressiokerroin kaikissa muissa palkitsemismuuttujien sarakkeissa, paitsi kontrollimuuttujat mukaan ottavassa kiinteän palkan sarakkeessa.

Johtoryhmän koon vaikutuksesta toimitusjohtajan palkitsemiseen ei muodostettu hypoteesia, sillä aikaisemmat tutkimustulokset sen vaikutuksesta toimitusjohtajan palkkioon olivat ristiriitaisia. Toisaalta toimitusjohtaja voi delegoida tehtäviä laajemmalle joukolle johtoryhmän kasvaessa ja näin helpottaa omaa työtaakkaansa, toisaalta suurempi johtoryhmä lisää byrokratiaa ja toimitusjohtajan valvontatehtäviä. (esim. Henderson & Fredrickson, 1996)

Tässä tutkimuksessa johtoryhmän koon positiivinen regressiokerroin ei ole tilastollisesti merkitsevä. Siitä kuitenkin tulee tilastollisesti merkitsevä, kun regressiomallista poistetaan vuodet, jolloin toimitusjohtaja on vaihtunut (liite 2). Näin ollen voidaan varovaisesti todeta, että tämän tutkimuksen aineistolla tarkasteltuna johtoryhmän koolla ja toimitusjohtajan palkitsemisella saattaa olla positiivinen yhteys. Näin ollen johtoryhmän koon kasvaessa toimitusjohtajalle maksetaan korkeampaa palkkaa. Johtoryhmän koko on tilastollisesti merkittävä kaikkien palkitsemismuuttujien kanssa ilman kontrollimuuttujia (1). sarakkeissa. Tämä johtunee luultavasti siitä, että johtokunnan koko on suhteellisen voimakkaasti korreloitunut yrityksen koon kanssa ja muuttuja menettää merkityksensä, kun mukaan otetaan kokoa kuvaava muuttuja. Suuremmissa ja monimutkaisemmissa monialakonglomeraateissa on tavallisesti suurempi johtoryhmä, joten on myös johdonmukaista, että toimitusjohtajalle maksetaan korkeampaa palkkaa.

Seuraavaksi analysoidaan hylätyt hypoteesit 1, 2, 4 ja 6. Hylätty hypoteesi 5 käsiteltiin jo edellä. Hypoteesi 1 koski hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen positiivista suhdetta. Hallituksen koko saa positiivisen korkean tilastollisesti merkittävän regressiokertoimen kaikilla palkitsemismuuttujilla 1. sarakkeissa, joissa ei ole kontrollimuuttujia mukana. Koska hallituksen koko korreloi melko vahvasti yrityksen koon mukaan, se menettää kuitenkin merkityksensä, kun kontrollimuuttujat otetaan mukaan lopullisessa mallissa kaikkien palkitsemismuuttujien osalta. Näin ollen voidaan todeta, ettei hallituksen koolla ole tilastollisesti merkitsevää roolia toimitusjohtajan palkitsemisen tasossa.

Hypoteesi 2 mukaan hallituksen riippumattomuuden ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä vallitsisi negatiivinen suhde. Pohjoismaissa hallitukset ovat hyvin itsenäisiä ja riippumattomia verrattuna yhdysvaltalaisiin pörssiyrityksiin. Tämä lienee syynä siihen, ettei riippumattomuus saa samanlaista merkittävyyttä toimitusjohtajan palkitsemista hillitseväksi tekijäksi kuin yhdysvaltalaisessa tutkimuksessa. Kumpikaan riippumattomuutta kuvaavista muuttujista ei ole tilastollisesti merkittävä minkään palkitsemismuuttujan osalta. Voidaan siis ajatella, että hallintokoodiston suositus riippumattomuudesta hallituksista toteutuu Pohjoismaissa hyvin.

Hypoteesi 4 käsitteli naisten prosentuaalista osuutta hallituksessa. Akateemisen kirjallisuuden mukaan naisten osuudella ja toimitusjohtajan palkitsemisella on negatiivinen suhde. Kirjallisuuden mukaan naisten osuudella on samankaltainen vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen kuin riippumattomalla hallituksella (esim. Adams & Ferreira, 2009). Toisaalta Pohjoismaissa tehty selvitys osoitti positiivisen yhteyden palkkatason ja naisten osuudella (Gregoric et al., 2009). Tämän tutkimusten tulosten mukaan tilastollisesti merkittävä yhteys löytyy vain kiinteän palkan lopullisen mallin osalta. Tilastollinen merkittävyys kuitenkin katoaa, kun toimitusjohtajavaihdosvuodet poistetaan havainnoista (liite 2). Tilastollisesti merkittävää tukea hypoteesin väitteelle kokonaiskäteispalkitsemiselle ei ole, joten hypoteesi hylätään.

Hypoteesissa 6 oletettiin, että toimitusjohtajan iällä ja palkitsemisella olisi positiivinen yhteys. Vaikka akateemisesta kirjallisuudesta on löytynyt merkkejä iän myötä saavutetun kokemuksen kasvattavan palkitsemista, ei tätä yhteyttä tässä tutkimuksessa löytynyt. Toisaalta iän ja palkan suhteen kuvaajan on todettu olevan alaspäin kääntyvän konkaavin muotoinen, jolloin tietyn iän jälkeen palkkio kääntyy laskuun.

Kontrollimuuttujista yrityksen koko mitattuna liikevaihdon luonnollisella logaritmillä näyttäisi olevan erittäin merkittävä toimitusjohtajan palkitsemista selittävä tekijä. Sama trendi toistuu kaikkien palkitsemismuuttujien osalta. Kokonaiskäteispalkkion ja kiinteän palkkion osalta p-arvo oli alle 0,001 % ja muuttuvan rahapalkankin osalta 0,4 %.

Yllättävä tulos sen sijaan saatiin menestystä kuvaavan palkitsemismuuttujan regressiokertoimen heikosta tilastollisesta merkittävyydestä kokonaiskäteispalkkion ja palkan muuttuvan osan osalta. Tulos oli tilastollisesti merkitsevä vain kiinteän palkan osalta regressiokertoimen ollessa negatiivinen. Tämä tarkoittaa, että menestys ei nosta kiinteää palkkaa, vaan pikemminkin sillä olisi lievä negatiivinen suhde. Toisaalta menestynyt toimitusjohtaja saanee kompensatiota tulosbonusten kautta, joita tämä malli ei kykene niin hyvin selittämään. Samankaltaisia tutkimuksia menestyksen heikosta vaikutuksesta palkitsemiseen on saatu myös useiden muiden tutkimusten osalta. Tätä heikkoa suhdetta voidaan Bebchukin & Friedin (2003) mukaan selittää johtajan valta -teorialla. Teorian mukaan hallitus on kykenemätön toimimaan tehokkaasti tehtävässään, sillä toimitusjohtajalla on valtaa hallitusta kohti. Näin hallitus ei pysty tai halua tehdä palkitsemisjärjestelmää, joka noudattaisi optimaalisen sopimusteorian periaatteita.

Kontrollimuuttujien osalta tulosten luotettavuuden mittaamiseksi tehty regressioanalyysi ilman toimitusjohtajavaihdoksia ei tuottanut mainitsemisen arvoisia muutoksia tilastollisiin merkitsevyyksiin.

Kontrollimuuttujat mukaan ottava kokonaiskäteispalkitsemista kuvailevan taulukon selitysaste on 57,6 %. Vastaava taulukko, jossa palkitsemismuuttujana on kiinteä palkan osa, selittävyysaste on 58,4 %, eli lähestulkoon sama. Sen sijaan muuttuvaa palkan osaa, eli pääasiassa tulospalkkioita malli kykenee selittämään vain 27,3 %. Tämä johtunee varsin kirjavasta tavasta maksaa käteisbonuksia toimitusjohtajille. Tutkitun aineiston muuttuvan palkan osan alakvartiili oli 30 749 euroa ja yläkvartiili 282 242, eli yläkvartiilissa maksettiin lähes 9,2 kertaa enemmän verrattuna alakvartiiliin. Vastaavat suhdeluvut ovat kokonaiskäteispalkkion osalta 2,2 ja kiinteän palkan osalta 1,9. Koska heiliahtelut ovat verraten suuria, ei malli kykene selittämään muuttuvaa palkan osaa kovinkaan hyvin. Kokonais- ja kiinteän palkan osalta malli selittävyysaste on kuitenkin melko hyvä.

5.2.3 Regressiomallin mahdolliset ongelmat

Pääregressiomallissa kokonaiskäteispalkkion osalta voidaan päätyä seuraaviin arvioihin regressiomallin toimivuuden osalta. Kuten todettua, korjattu R^2 on ensimmäisessä mallissa 0,315, jossa palkitsemista on tutkittu vain selittävillä muuttujilla. Näin ollen mallin voidaan todeta selittävän 31,5 % toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemisen variaatiosta. Kontrollimuuttujien kanssa lopullisessa mallissa korjattu R^2 saa arvon 0,578, jolloin mallin voidaan todeta selittävän jo 57,8 % kokonaiskäteispalkitsemisen variaatiosta. Myös F-arvo kasvaa 1. mallin arvosta 23,787 2. mallin arvoon 30,054. Näin ollen voidaan todeta lopullisen mallin selittävän palkkioita huomattavasti paremmin kuin mallin, jossa kontrollimuuttujia ei käytetty.

Autokorrelaatiolla mitataan, onko malli satunnainen vai onko havaintojen välillä selkeää korrelaatiota. Tätä voidaan testata Durbin-Watsonin testillä, joka voi saada arvoja 0–4 välillä. Optimaalisessa tapauksessa malli saa arvon 2, jolloin autokorrelaatiota ei ole lainkaan havaintojen välillä. Alle 2:n arvo viittaa positiiviseen korrelaation havaintojen välillä ja yli 2:n arvo negatiiviseen korrelaation havaintojen kesken. Hyväksyttävänä tuloksena pidetään arvoja 1–3 välillä. Tämän tutkimuksen regressiomalli kokonaiskäteispalkkioiden osalta saa arvon 1,353. Tätä voidaan pitää hyväksyttävänä.

Multikollinearisuutta mitattiin jo aiemmin korrelaatiotaulukossa, jossa suurin korrelaatiokerroin selitettävien muuttujien välillä oli 0,5. Näin korkeita korrelaatiokertoimia voidaan havaita vain vähän mallin muuttujien välillä. Korrelaatioita, jotka ylittävät arvon 0,7, pidetään mahdollisesti ongelmallisena. Suurimman korrelaatiokertoimen ollessa 0,5 voidaan todeta, että tämän tutkimuksen selittävien muuttujien välillä ei ole merkittävää multikollinearisuutta. Multikollinearisuutta voidaan tutkia myös VIF-mittarilla. VIF-arvo saa suurimmillaan arvon 3,111 selittävillä muuttujilla. VIF-arvojen keskiarvoksi saadaan 1,523. Yleisesti ohjeena pidetään, että VIF-arvo saa olla maksimissaan 10 ja keskiarvon tulisi olla mahdollisimman lähellä arvoa 1. Sekä keskiarvo että maksimiarvo ovat tässä tutkimuksessa hyväksyttäviä, joten tämänkään testin taustaa vasten multikollinearisuutta ei ole havaittavissa kohtuuttomasti. VIF-arvoja ei raportoida erikseen taulukossa.

5.2.4 Regressiokertoimien lukeminen

Tutkimuksessa on käytetty standardoituja regressiokertoimia. Näitä kertoimia kutsutaan beta-kertoimiksi. Tässä tutkimuksessa beta-kertoimista käytetään termiä regressiokerroin. Beta-regressiokerroin kytkee kertoimen arvon muuttujan keskihajontaan, jolloin kertoimista tulee vertailukelpoisia, vaikka muuttujat ovat eri suuruusluokkaa. Seuraavaksi annetaan kaksi esimerkkiä siitä, miten standardoituja (beta-)regressiokertoimia luetaan:

- Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallitusjäsenten osuuden kasvaessa Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallitusjäsenten osuuden keskihajonnan verran (0,172) toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkio kasvaa noin $0,216 (= \text{beta-regressiokerroin}) * € 501\,311 (= \text{kokonaiskäteispalkkion keskihajonta}) = 108\,283$ euroa
- Kun omistuksen keskittyminen kasvaa 20,05 prosenttiyksikköä niin toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion voidaan odottaa laskevan mallin mukaan noin $-0,110 * € 501\,311 = -55\,144$ euroa.

5.2.5 Lisätestit

Edellä mainitun corporate governance -muuttujien vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen tutkineen regressioanalyysin lisäksi tehtiin vastaava regressioanalyysi, jossa otoksesta poistettiin ne vuodet, joissa toimitusjohtaja oli vaihtunut. Tämä lisätesti tehtiin siitä syystä, että pääregressiotau-

lukon otoksen toimitusjohtajavaihdosvuosien osalta oli tehty tutkimustekninen päätös, jossa sekä väistyvän että uuden seuraavan toimitusjohtajien palkkiot laskettiin kyseisen vuoden osalta yhteen. Tämä saattaisi vääristää jonkin verran tulosta. Kun toimitusjohtajavaihdosvuodet karsittiin otoksesta, otoskooksi muodostui 384 kokonaiskäteispalkkiota ja kiinteää palkkaa tutkivien regressioanalyysien osalta ja 345 muuttuvan palkkion ja luontoisetujen osalta. Tutkimuksen pääregressioanalyysissä vastaavat otoskoot olivat 446 ja 401 yritysvuotta. Toimitusjohtaja oli siis vaihtunut 62:na yritysvuotena eli 13,4 % havaintovuotena (liite 2).

Toimitusjohtajavaihdosten poistaminen otoksesta ei muuta merkittävästi tuloksia, jolloin voidaan päätellä pääregressiomallin tulosten olevan luotettavia. Tärkeimmät erot mallien välillä käsiteltiin jo kappaleessa 5.2.2 Corporate governance -muuttujien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Merkittävin muutos oli johtoryhmän koon ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion muuttuminen tilastollisesti merkittäväksi. Tämä muutos voi tarkoittaa sitä, että johtoryhmän koolla ja toimitusjohtajan palkitsemisella on selkeä yhteys. Näin ollen mitä suurempi johtoryhmä pörssiyrityksellä on, sitä enemmän toimitusjohtajalle maksetaan palkkaa.

Edellä mainittujen regressioanalyysien lisäksi tehtiin maakohtaiset regressioanalyysit toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkion ja corporate governance -muuttujien osalta (liite 3). Kun tuloksia katsotaan maakohtaisesti, voidaan todeta, että vain hypoteesi 3 toteutuu kaikkien maiden osalta. Hypoteesi 3 mukaan Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallituksen jäsenten osuudella ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiolla on positiivinen yhteys. On mielenkiintoista huomata, että tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet vaihtelevat maittain. Toki on myös hyvä huomioda, että maakohtaisessa aineistossa otoskoot ovat verrattain pieniä vaihdellen 147–150 yritysvuoden välillä. Lisäksi tuloksiin vaikuttanevat maiden toimialakohtaiset erot. Suomalaiset ja ruotsalaiset pörssiyritykset ovat pääasiassa teollisuuden yrityksiä 36 % ja 42 % osuuksilla. Norjassa taas suurin toimiala suurimpien pörssiyrityksien osalta on energiatoimiala 30 % osuudella (Taulukko 1).

Suomalaisella aineistolla toinen tilastollisesti merkitsevä tulos saadaan yhtiöstä riippumattomien hallitusten jäsenten ja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemisen välillä. Mielenkiintoisen tuloksesta tekee se, että vastoin teoriaa yhteys on positiivinen. Näin ollen riippumattomampi hallitus vaikuttaa palkkaan nostavasti. Teorian ja hypoteesi 2 mukaan itsenäisen hallituksen pitäisi hillitä palkkioita, koska riippumatonta hallitusta pidetään tehokkaampana toimitusjohtajan toiminnan valvojana (esim. Fama & Jensen, 1983). Toisaalta suomalaiset pörssiyritykset ovat kauttaaltaan hyvin riippumattomia, joten teoria ei välttämättä sen vuoksi päde Suomessa.

Ruotsalaisten yritysten osalta saatiin Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallitusjäsenten lisäksi kolme muuta tilastollisesti merkittävää muuttujaa. Toimitusjohtajan ikä näyttää vaikuttavan vähentävästi toimitusjohtajan palkkaan. Iän karttuessa palkka siis pienenee. Tämä on vastoin hypoteesia numero 6. Toisaalta aiempi tutkimus on osoittanut alaspäin suuntaavan konkaavin muotoisia käyriä iän ja palkkioiden välillä (esim. Conyon & Murphy, 2000; McKnight et al., 2000). Ruotsissa on myös keskiarvoltaan ja mediaaniltaan vanhimmat toimitusjohtajat, mutta toisaalta Ruotsin markkina-arvoltaan suurimman pörssiyhtiön toimitusjohtaja on koko otoksen nuorin (liite 4). Kolmas tilastollisesti merkittävä muuttuja on hypoteesin 2 mukaisesti suurimmista osakkeenomistajista riippumattomien hallitusten jäsenten toimitusjohtajan palkkiota hillitsevä vaikutus. Neljäs merkitsevä muuttuja on hypoteesin 4 vastaisesti naisten osuuden ja toimitusjohtajan palkitsemisen positiivinen suhde. Teorian mukaan naisten osuuden kasvu hallituksessa hillitsee toimitusjohtajan palkkioita.

Norjalaisista yrityksistä koostuvassa otoksessa löytyi ulkomaisten hallitusjäsenten lisäksi yksi tilastollisesti merkitsevä corporate governance -muuttuja. Se oli hypoteesin 5 vastaisesti toimitusjohtajan juurtuneisuuden ja palkitseminen välinen negatiivinen suhde. Näin ollen pidemmät toimikaudet yrityksen palveluksessa näyttävät vaikuttavan alentavasti palkkioon. Regressiokerroin on kaiken lisäksi melko jyrkästi negatiivinen ja vieläpä erittäin merkittävästi (p-arvo alle 0,001). Tämä on hyvin mielenkiintoinen poikkeava havainto, jolle on äkkiseltään vaikea löytää syytä. Yhtenä syynä saattaa olla, että 150 yritys vuoden otos saattaa olla liian pieni. Toisaalta saattaa olla, että norjassa hallitukset toimivat tehokkaasti ja otoksen yrityksissä juurtuneemmat toimitusjohtajat ovat suorittuneet heikommin suhteessa vähemmän aikaa toimineisiin toimitusjohtajiin.

Kontrollimuuttujista pörssiyhtiön kokoa kuvaava muuttuja, liikevaihto luonnollisella logaritmillä mitattuna, oli kaikkien kolmen maan osalta erittäin selkeä toimitusjohtajien palkkioita nostava tekijä.

Tilastollisesti merkitsevät corporate governance -muuttujat vaihtelivat paljon tutkimuksen maiden välillä. Mielenkiintoista havainnoissa oli se, että useiden muuttujien regressiokertoimet olivat päinvastaisia kuin aiemman akateemisen kirjallisuuden ja tämän tutkimuksen hypoteesien avulla oli odotettavissa. Täytyy kuitenkin ottaa huomioon, että otoskoot tämän tutkimuksen usealle muuttujalle olivat melko pienet, vain 150 yritys vuotta per maa. Tämä saattaa vääristää tuloksia. Pääregressioanalyysissä otos oli 446 yritys vuotta per muuttuja toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemisen osalta.

Maakohtaiset kuvailevat muuttujat regressioanalyysin selittävästä muuttujista on löydettävissä liitteestä 4. Pörssiyhtiön koko liikevaihdolla mitattuna korreloi kaikkein voimakkaimmin toimitusjohtajan palkitsemismuuttujien kanssa (liite 1). Tämän vuoksi onkin mielenkiintoista verrata maiden keskimääräisiä kokonaiskäteispalkkioita maiden suurimpien pörssiyhtiöiden keskimääräiseen koon liikevaihdolla mitattuna. Esimerkiksi Ruotsissa maksetaan korkeampia palkkiota kuin Norjassa, mutta toisaalta ruotsalaiset pörssiyhtiöt ovat liikevaihdoltaan huomattavasti suurempia kuin norjalaiset pörssiyhtiöt. Kun koon vaikutus liikevaihdolla mitattuna neutralisoidaan, maksavat norjalaiset pörssiyhtiöt selvästi eniten kokonaiskäteispalkkiota toimitusjohtajilleen tutkimuksen kolmen Pohjoismaan osalta (taulukko 6).

Taulukko 6. Toimitusjohtajien kokonaiskäteispalkkiot, kun koon vaikutus neutralisoidaan

Taulukossa esitetään kokonaiskäteispalkkiot, kun otoksen yritysten koon vaikutus on neutralisoitu

	Keskiarvo (€)	Mediaani (€)
Suomi		
Kokonaiskäteispalkkio	635 010	486 777
Ruotsi		
Kokonaiskäteispalkkio	654 153	658 799
Norja		
Kokonaiskäteispalkkio	1 177 986	899 802

Taulukosta 6. nähdään huomattava ero suhteessa aiempaan taulukkoon 2. Norjassa pörssiyhtiöiden toimitusjohtajien pienempi palkka selittyy luultavasti sillä, että pörssiyhtiöiden koot ovat keskimäärin huomattavasti pienempiä kuin Suomessa ja Ruotsissa. Kokonaiskäteispalkkiot laskettiin taulukkoa 6 varten laskemalla ensin, kuinka monta prosenttia kunkin maan keskiarvo ja mediaaniliikevaihto on kaikkien kolme maan yhteisestä keskiarvosta ja mediaanista. Näin saatiin kokoa varten suhdeluvut, joilla saatiin kaikkien kolmen maan keskiarvo ja mediaaniliikevaihdot (koon mittarit) suhteessa yhtä suuriksi. Tämän jälkeen kokonaiskäteispalkkioiden keskiarvot ja mediaanit jaettiin näillä suhdeluvuilla, jolloin saatiin kokoneutraalit kokonaiskäteispalkkiot kunkin maan osalta.

6 Yhteenveto

6.1 Yhteenveto tutkimustuloksista ja johtopäätökset

Tutkimuksen tarkoituksena oli tutkia kolmen suuren pohjoismaan, Suomen, Ruotsin ja Norjan, pörssiyritysten toimitusjohtajien palkitsemisen ja erilaisten yleisten corporate governance -muuttujien välistä suhdetta. Corporate governance -muuttujia oli yhteensä yhdeksän kappaletta. Muuttujat olivat erilaisia pörssiyrityksen hallituksen ja johdon ominaisuuksia sekä omistuksen keskittymistä kuvaavia tekijöitä. Näiden lisäksi otettiin kontrollimuuttujiksi kaksi tekijää, koko ja menestys, joiden on todettu vaikuttavan merkittävästi toimitusjohtajan palkitsemiseen aiemmassa akateemisessa tutkimuksessa. Lisäksi kontrollimuuttujiksi otettiin toimiala-, maa- ja vuosi-dummyt. Tutkimuksen tavoitteena oli saada kokonaisvaltainen näkemys corporate governance -muuttujien vaikutuksesta toimitusjohtajien palkitsemiseen laajalla Pohjoismaisella datalla tutkittuna ja miten agenttiteoriaan, optimaaliseen sopimusteoriaan ja johtajan valta -teoriaan pohjautuvat muuttujat vaikuttavat palkitsemiseen Pohjoismaissa.

Tutkimuksen otos koostuu Helsingin, Tukholman ja Oslon pörssien markkina-arvoltaan 50:stä suurimmasta pörssiyrityksestä jokaisesta kolmesta maasta 2.11.2012 päätöskurssin markkina-arvon mukaan mitattuna kolmen vuoden ajalta. Näin ollen jokaista muuttujaa kohden saatiin 450 potentiaalista havaintoa. Lopulliseen malliin saatiin yhteensä 446 havaintoa per muuttuja kokonaiskäteispalkkion osalta. Tutkimukseen ei otettu mukaan pankki- ja rahoitussektorin yrityksiä niiden poikkeavasta sääntelystä johtuen.

Tutkimuksen päämetodinä käytettiin monimuuttujaregressioanalyysia, jonka avulla tutkittiin seitsemää hypoteesia. Tämän tutkimuksen lisäksi suoritettiin lisätesteinä regressioanalyysit otoksella, josta oli poistettu vuodet, jolloin toimitusjohtaja oli vaihtunut sekä maakohtaiset analyysit kokonaiskäteispalkkioiden osalta. Hypoteesit löytyvät kappaleesta 4.2 Hypoteesit. Lisäksi tutkittiin johtoryhmän koon vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen, josta ei muodostettu hypoteesia ristiriitaisten aiempien akateemisten tutkimustulosten vuoksi.

Pääregressioanalyysin avulla voitiin vahvistaa vain kaksi hypoteesia, hypoteesit 3 ja 7. Hypoteesin 3 mukaan Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien hallituksen jäsenten osuuden kasvu vaikuttaa tilastollisesti kasvattavasti toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon. Ulkomaiset jäsenet ovat monesti tottuneet korkeampaan palkkatasoon ja sitä kautta saattavat vaikuttaa nostavasti palkkatasoon. Hypoteesin 7 mukaan omistuksen keskittyminen hillitsee toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkiota.

Suuremmilla omistajilla on enemmän valtaa ja edellytyksiä vaikuttaa yrityksen päätöksiin ja näin ollen mahdollista valvoa tehokkaammin johdon toimintaa. Mielenkiintoisena tuloksena voidaan pitää toimitusjohtajan juurtuneisuuden negatiivista tilastollisesti merkitsevää regressioerrointa. Tämä tulos on hypoteesin 5 vastainen, jonka mukaan toimikauden pituuden tulisi vaikuttaa positiivisesti toimitusjohtajan palkkaan.

Lisätestissä, jossa regressioanalyysin otoksesta poistettiin vuodet, joina toimitusjohtaja on vaihtunut, saatiin yksi tilastollisesti merkitsevä muuttuja lisää. Tämä oli ilman hypoteesia ollut muuttuja, jossa tutkittiin vaikuttaako johtoryhmän koko mahdollisesti toimitusjohtajan palkitsemiseen. Tuloksen mukaan johtoryhmän koko vaikuttaa positiivisesti palkitsemiseen. Suuri johtoryhmä voi indikoida monimutkaisempaa yritystä, jolloin johdon korkeampi palkitseminen on perusteltua.

Tutkimuksessa ei saatu tukea hypoteesille, jonka mukaan toimitusjohtajan iän myötä tuoma kokemus nostaisi toimitusjohtajan palkkioita. Isommallakaan hallituksella ei ollut palkitsemisen tasoa nostavaa vaikutusta, vaikka tätä positiivista yhteyttä käytetään usein esimerkkinä agenttiteoriasta puhuttaessa. Hallituksen koolla ja palkkiolla on löydetty tilastollisesti merkitsevä yhteys aiemmassa pohjoismaisella datalla tehdyssä akateemisessa tutkimuksessa. Esimerkiksi Randøy & Nielsen (2002) löysivät erittäin merkittävän positiivisen yhteyden hallituksen koon ja toimitusjohtajan palkitsemisen välillä. Heidän tutkimuksensa oli tehty ruotsalaisista ja norjalaisista pörssiyrityksistä koostuvasta otoksesta. Tätä yhteyttä ei kuitenkaan löydetty tässä tutkimuksessa. Myöskään hallituksen riippumattomuudella ei näyttänyt olevan tilastollisesti merkittävää vaikutusta toimitusjohtajan kokonaiskäiteispalkkioihin, samoin tilastollista merkitsevyyttä ei löydetty naisten osuudella hallituksessa.

Kiehtovana kysymyksenä voidaan esittää, miksi agenttiteoriaan pohjautuvien tutkimusten tulokset eivät näytä toteutuvan tässä tutkimuksessa. Yhtenä syynä voi olla se, että teoria on syntynyt suurimmaksi osaksi Yhdysvalloissa, jolloin teorian pohjana on ollut hyvin erilainen hallintoympäristö kuin mitä Pohjoismaissa on. Alueellisista eroista kerrotaan tarkemmin kappaleessa 2.1 Palkitseminen Pohjoismaissa ja maailmalla. Eräinä merkittävinä syinä voidaan pitää Pohjoismaissa hyvin itsenäisesti toimivia yrityksestä riippumattomia hallituksia sekä erittäin keskittyntä omistusrakennetta. Yhdysvalloissa taas suuret pörssiyritykset ovat erittäin hajanaisesti omistettuja ja hallituksissa on paljon jäseniä, jotka itse työskentelevät yrityksessä. Yhdysvalloissa on sallittua jopa toimitusjohtajan dualirooli, eli toimitusjohtaja oman työnsä lisäksi toimii myös hallituksen puheenjohtajana.

Tämä on kiellettyä Pohjoismaissa. Omistuksen hajanaisuus ja hallituksen riippumattomuus ovat varsin keskeisessä roolissa agenttiteoriassa ja anglosaksisessa bisneskulttuurissa.

Optimaalinen sopimusteoria näyttää sopivan heikosti pohjoismaiseen ympäristöön. Yrityksen menestystä mitattiin ROA:lla, eli koko pääoman tuottoasteella. Se ei kuitenkaan ollut tilastollisesti merkittävä kokonaiskäteispalkitsemisen eikä muuttuvan palkan osalta. Yllättävästi yrityksen menestys oli tilastollisesti merkittävä vain kiinteän palkan osalta. Kiinteän palkanhan tulisi olla nimensä mukaisesti menestyksestä riippumaton. Palkitsemisen ja menestyksen yhteyden puuttumista perustellaan usein johtajan valta -teorialla (esim. Bebchuk et al., 2002). Palkkatasot ovat kuitenkin hyvin maltillisia ja omistusrakenne hyvin keskittynyttä, joten toimitusjohtajan valvonta toimii tehokkaasti. Johtajan valta -teoriakaan ei näyttäisi pätevän Pohjoismaissa. Tästä esimerkkinä Pohjoismaissa juurtuneempi toimitusjohtaja näyttäisi saavan itse asiassa vähemmän palkkaa. Kuten Lubatkin et al. (2005) toteavat, pohjoismaisessa ympäristössä saattaisi toimia paremmin stewardship -teoria, mutta tässä tutkimuksessa ei tätä teoriaa käytetty.

6.2 Tutkimuksen rajoitteet ja mahdollisia jatkotutkimuksen aiheita

Tutkimuksessa on keskitytty tutkimaan empiirisesti erilaisia yleisiä corporate governance -muuttujia ja niiden mahdollista vaikutusta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkitsemiseen. Muuttujat valittiin aiemman akateemisen tutkimuksen perusteella. Valittujen muuttujien on useissa aiemmissa tutkimuksissa todettu vaikuttavan toimitusjohtajan palkitsemiseen joko laskevasti tai nostavasti. Tutkimuksen muuttujat pohjautuvat agenttiteoriaan, optimaaliseen sopimusteoriaan ja johtajan valta -teoriaan. Tässä tutkimuksessa on käytetty palkitsemismuuttujana kokonaiskäteispalkkiota, joka sisältää kaikki rahamääräiset erät. Vaikka Pohjoismaissa käytetään yleisesti vähemmän osakepohjaista palkitsemista kuin Euroopassa ja Yhdysvalloissa, antaisi osakkeiden ja optioiden huomiointi täydellisemmän kuvan palkitsemisesta. Selitettävänä muuttujana palkitseminen ei myöskään anna täydellistä vastausta palkitsemisen syihin. Sama pätee selittäviin muuttujiin, vaikka yrityksen koko onkin erittäin merkittävä palkitsemisen tason määrittäjä. Tosi et al. (2000) mukaan jopa yli 40 % yrityksen toimitusjohtajan palkitsemisen vaihtelusta on selitettävissä yrityksen koolla. Jatkotutkimuksessa voitaisiin ottaa huomioon toimitusjohtajien osakepohjaisten palkkioiden lisäksi myös välilliset osakeomistukset erilaisten holdingyhtiöiden kautta. Tämä tosin asettaa omat haasteensa, sillä pörssiyritysten omistuksia on usein juuri pyritty häivyttämään holdingyhtiöiden avulla.

Toinen kiinnostava jatkotutkimuksen aihe voisi olla tutkimus, joka keskittyisi toimitusjohtajan sijasta koko johtoryhmään. Tällainen tutkimus saattaisi olla helpompi toteuttaa, koska pörssiyhtiöt antavat paremmin tietoa yhteenlaskettuna koko johtoryhmästä kuin jokaisesta johtoryhmän jäsenestä erikseen.

Myös erilaiset alueelliset vertailututkimukset voisivat olla mielenkiintoisia. Esimerkiksi tutkimus, jossa tutkittaisiin, millaisia alueellisia eroja palkitsemismuuttujien vaikutuksella on esimerkiksi Pohjoismaissa, Euroopan germaanisissa ja latinalaisissa maissa sekä anglosaksisissa maissa, lähinnä Isossa-Britanniassa ja Yhdysvalloissa. Tämä mahdollistaisi myös teoriavertailuun pohjautuvan laajan tutkimuksen, jossa tutkittaisiin eri teorioiden, agenttiteorian, johtajan valta -teorian ja stewardship -teorian, toimivuutta eri alueilla.

Lähteet

Abowd, J. M. & Kaplan D. S, (1999) Executive Compensation: Six Questions That Need Answering, *Journal of Economic Perspectives* 13, pp. 145–168.

Adams R. B. & Ferreira D. (2009). Women in the boardroom and their impact on governance and performance, *Journal of Financial Economics*, 94, pp. 291–209

Ahern K. R. & Dittmar A. K. (2012). The Changing of the Boards: The Impact on Firm Valuation of Mandated Female Board Representation, *The Quarterly Journal of Economics*, 127 (1), pp 137–197.

Bebchuk, L. A. & Fried, J. M. (2003). Executive compensation as an agency problem. *Journal of Economic Perspectives*, 17 (3), pp. 71–92.

Bebchuk, L. A., Fried J. M. & Walker D. (2002). Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation. *University of Chicago Law Review*, 69, pp. 751–846.

Beer, M. & Katz, N. (2003) Do Incentives Work? The Perceptions of a Worldwide Sample of Senior Executives. *Human Resource Planning*. 26 (3), pp. 30–44.

Bizjak, J. M., Lemmon, M. L. & Naveen L. (2008). Does the use of peer groups contribute to higher pay and less efficient compensation? *Journal of Financial Economics*, 90, pp. 152–168.

Boyd, B. K. (1994). Board control and CEO compensation. *Strategic Management Journal*, 15, pp. 335–344.

Coles, J. L., Daniel, N. D. and Naveen, L. (2008) Boards: Does one size fit all? *Journal of Financial Economics*, 87, pp. 329–356.

Canyon, M. J., Core, J. E. & Guay, W. R. (2011) Are US CEOs Paid More Than UK CEOs? Inferences From Risk-Adjusted Pay, *Review of Financial Studies*. 24, pp. 402–438.

Canyon, M. J. & Murphy K. J. (2000) The Prince and the Pauper? CEO Pay in the United States and United Kingdom, *Economic Journal*. 110, pp. 640–671.

Core, J. E., Holthausen R. W. & Larcker D. F. (1999). Corporate governance, chief executive officer compensation, and firm performance. *Journal of Financial Economics*, 51, pp. 371–406.

Davis, J. H., Schoorman D. F. & Donaldson L. (1997). Toward a Stewardship Theory of Management, *The Academy of Management Review*, 22, (1), pp. 20–47.

Deckop, J. (1988). Determinants of Chief Executive Officer Compensation. *Industrial and Labor Relations Review*, 41, pp. 215–226.

Doucouliaagos, C. (1994). A note on the volution of homo economicus. *Journal of Economics Issues*, 3, pp. 877–883.

European Professional Women's Network (EPWN), (2010). The European PWN board women monitor 2010. http://epwn.memberclicks.net/assets/docs/4th_bwm_2010_press_release.pdf
26.10.2013

Fama, E. & Jensen, M. (1983). Separation of ownership and control. *Journal of Law and Economics*, 26, pp. 301–325.

Fernandes, N., Ferreira, M. A., Mator, P. & Murphy K. J. (2012) Are US CEOs Paid More? New International Evidence (May 22, 2012). EFA 2009 Bergen Meetings Paper; AFA 2011 Denver Meetings Paper; ECGI - Finance Working Paper No. 255/2009. <http://ssrn.com/abstract=1341639>

Ferris P. S., Jagannathan M & Pritchard A.C. (2003), Too Busy to Mind the Business? Monitoring by Directors with Multiple Board Appointments, *The Journal of Finance*, 58 (3), pp. 1087–1112

Finkelstein, S. & Hambrick, D. (1995). The effects of ownership structure on conditions at the top: the case of CEO pay raises. *Strategic Management Journal*, 16, pp. 121–134.

Finkelstein, S. & Hambrick, D. C. (1989). Chief executive compensation: a study of the intersection of markets and political processes. *Strategic Management Journal*, 10, pp. 121–134.

Frydman, C. & Dirk J. (2010). CEO Compensation, *Annual Review of Financial Economics* 2, pp. 75–102.

Greve, B. (2007). What characterise the Nordic welfare state model. *Journal of Social Sciences*, 3 (2), pp. 43–51.

Gregoric A., Oxelheim L., Randøy T. & Thomsen S. (2009). Corporate governance as a source of competitiveness for Nordic firms. Nordic Innovation Centre, Oslo

Hartzell J. C. & Starks L. T. (2003). Institutional Investors and Executive Compensation, *The Journal of Finance*, 53, (6), pp. 2351–2374.

Hambrick, D. C., & Mason, P. A. (1984). Upper echelons: The organization as a reflection of its top managers. *Academy of Management Review*, 9, pp. 193–206.

Henderson A. D. & Fredrickson J. W. (1996) Information-Processing Demands as a Determinant of CEO Compensation, *The Academy of Management Journal*, 39, (3), pp. 575–606.

Hermalin, B. E. & Weisbach, M. S. (1998). Endogenously chosen boards of directors and their monitoring of the CEO. *The American Economic Review*, 88 (1), pp. 96–118.

Hills, C. W. L. & Phan, P. (1991). CEO Tenure as a Determinant of Pay. *Academy of Management Journal*, 34, (3), pp. 707–717.

Hirsch, P., Michaels, S., & Friedman, R. (1987). "Dirty hands" versus "clean models." *Theory and Society*, 16, pp. 317–336.

Holmström B. (1979). Moral Hazard and observability. *Bell Journal of Economics*, 10, pp. 74–91

- Holopainen, Henna (2010). Yrityksen perusominaisuudet, corporate governance ja toimitusjohtajan palkitsemisen taso suomalaisissa pörssiyrityksissä. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu, Pro Gradu -tutkielma.
- Immonen, J. (2012). Hallituksen ominaisuuksien vaikutus toimitusjohtajan palkitsemiseen. Aalto-yliopiston kauppakorkeakoulu, Pro Gradu -tutkielma.
- Jensen, M. C., & Meckling, W. H. (1994). The nature of man. *Journal of Applied Corporate Finance*, 7, (2), pp. 4–19.
- Jensen, M. C. & Meckling, W. H. (1976). Theory of the firm: Managerial behavior, agency costs and ownership structure. *Journal of Financial Economics*, 3, pp. 305–360.
- Jensen, M. C. (1993). The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems, *Journal of Finance*, 48, pp. 831–880.
- Johnson, M. F., Porter, S. L. & Shackell-Dowell, M. B. (1997). Stakeholder Pressure and the Structure of Executive Compensation. <http://ssrn.com/abstract=41780>
- Lainema, M. & Haapanen, M. (2010). Vallan tasapaino – omistus, hallitus & johto. Boardman, Tallinna
- Lambert, R. A., Larcker, D. F. & Weigelt, K. (1993). The structure of organizational incentives. *Administrative Science Quarterly*, 38, pp. 438–461.
- Lau Hansen, L. (2006) Catching up with the crowd — but going where? The new codes on corporate governance in the Nordic countries. *International Journal of Disclosure & Governance*. 2006, Vol. 3 Issue 3, pp. 213–232.
- Levinsohn, A. (2001). A Garden of Stock Options Helps Harvest Talent. *Strategic Finance*, February, 82, pp. 81–82.
- Lipton, M. & Lorsch, J. W. (1992). A modest proposal for improved corporate governance, *Business Lawyer* 48, pp. 59–77.
- McKnight, J. P., Tomkins C., Weir, C. & Hobson, D. (2000). CEO Age and Top Executive Pay: A UK Empirical Study. *Journal of Management and Governance*, 4, pp. 173–187.
- Murphy, K. J. (2012). Executive compensation: where we are, and how we got there. Working Paper, University of Southern California. <http://ssrn.com/abstract=2041679>.
- Oxelheim, L. & Randøy, T. (2004) The Effects of Internationalization on CEO Compensation. *Journal of International Business Studies*, 36, (4), pp. 470–483
- Oxelheim, L. & Randøy, T. (2005). The Anglo-American Financial Influence on CEO Compensation in Non-Anglo-American Firms. *Journal of International Business Studies*, 36, (4), pp. 470–483.
- Ozdemir, O. & Upneja, A. (2012). Board structure and CEO compensation: Evidence from U.S. lodging industry. *International Journal of Hospitality Management*, 31, pp. 856–863

- Patro, S., Lehn, K. & Zhao, M. (2009) Determinants of the Size and Structure of Corporate Boards: 1935-2000. *Financial Management*, 38, pp. 747–780
- Pennings. J. (1993). "Executive Reward Systems: A Cross-National Comparison." *Journal of Management Studies*. 30 (20), pp. 261–280.
- Randøy T. & Nielsen J. (2002). Company Performance, Corporate Governance, and CEO Compensation in Norway and Sweden. *Journal of Management and Governance*, 6, pp. 57–81
- Rosen, S. (1990). Contracts and the market for executives, NBER Working Paper, 3542.
- Rosen, S. (1986). Prizes and incentives in elimination tournaments. *American Economic Review*, 76, pp. 701–715.
- Rosen, S. (1982). Authority, control and the distribution of earnings. *The Bell Journal of Economics*, 13, pp. 311–323.
- Ryan Jr, H. R. & Wiggins III & R. A. (2004). Who is in whose pocket? Director compensation, board independence, and barriers to effective monitoring. *Journal of Financial Economics*, 73, pp. 497–524.
- Sistonen S. (2011). Johdon Palkitseminen. Boardman, Tallinna
- Smith, A. (1776). An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. New York, Modern Library.
- Smith, C. W., Watts, R. L. (1992). The investment opportunity set and corporate financing, dividend, and financing policies. *Journal of Financial Economics*, 32, pp. 262–292.
- Shleifer, A. & Vishny R. (1997) A Survey of Corporate Governance. *Journal of Finance*, 52, pp. 737–738.
- Suomela, E. (toim.) (2010) Hallitus ja Corporate Governance: näkökulmia yrityksen hyvään hallintoon. KHT-Media, Keuruu.
- Thomas, R. S. & Martin, K. J. (1999) The Effect of Shareholder Proposals on Executive Compensation. University of Cincinnati Law Review. 67 (4) 1999. <http://ssrn.com/abstract=1729832>
- Tosi, H. L., Werner, S., Katz, J. P. & Gomez-Mejia, L. R. (2000). How Much Does Performance Matter? A Meta-Analysis of CEO Pay Studies. *Journal of Management*, 26 (2), pp. 301–339.
- Wojcik, D. Convergence in Corporate Governance: Empirical Evidence from Europe 2000–2003 (June 2004). <http://ssrn.com/abstract=559424>
- Weimer, J., Pape, J. C. (1999). A Taxonomy of Systems of Corporate Governance. *Corporate Governance: An International Review*, 7 (2), pp. 152–166.

Yermack, D. (1996). Higher Valuation of Companies with a Small Board of Directors, *Journal of Financial Economics*, 40, pp. 185–212.

Weisbach, M., (1988). Outside directors and CEO turnover. *Journal of Financial Economics* 20, 431–460.

Liitteet:

Liite 1. Korrelaatiotaulukko

Taulukossa esitetään tutkittavien muuttujien väliset korrelaatiokertoimet. Taulukko on jaettu kahteen osaan. Vasemmalla alaku lmassa on Pearsonin korrelaatiokertoimet. Oikealla yläkulmassa on Spearmanin korrelaatiokertoimet. Lihavoidut arvot merkitsevät tilastollisesti merkittäviä korrelaatiokertoimia p-arvo 5 % -tasolla.

Muuttuja	1.	2.	3.	4.	5.	6.	7.	8.	9.	10.	11.	12.	13.	14.	15.	16.	17.	18.	19.	20.	21.	22.	23.	24.	25.	26.	27.	
1. Ln(kokonaiskäteispalkkio)	-	0,895**	0,721**	0,119*	-0,061	-0,156**	0,381**	0,497**	-0,096*	0,075	0,336**	-0,072	0,036	0,684**	0,028	0,026	-0,089	0,204**	0,008	-0,118*	-0,105*	0,120*	0,053	-0,174**	-0,019	0,374**	-0,356**	
2. Ln(kiinteä palkka)	0,901**	-	0,397**	0,145**	-0,087	-0,068	0,393**	0,517**	-0,063	0,062	0,290**	-0,065	-0,028	0,748**	0,012	0,042	-0,096*	0,216**	-0,012	-0,061	-0,143**	0,102*	0,021	-0,123**	0,025	0,347**	-0,373**	
3. Ln(muuttuva palkka + luontoisedut)	0,427**	0,180**	-	0,082	-0,018	-0,200**	0,243**	0,295**	-0,102*	0,074	0,279**	-0,048	0,091	0,359**	0,067	-0,021	-0,062	0,094*	0,077	-0,178**	-0,024	0,105*	0,065	-0,171**	-0,113*	0,288**	-0,175**	
4. Toimitusjohtajan ikä	0,109*	0,109*	0,077	-	0,274**	0,083	0,084	0,205**	-0,049	-0,123**	0,033	-0,041	-0,103*	0,192**	0,146**	-0,122*	-0,058	0,061	-0,057	-0,030	0,011	0,016	-0,006	-0,010	-0,018	0,127**	-0,109*	
5. Toimitusjohtajan juurtuneisuus	-0,119*	-0,133**	-0,091	0,287**	-	0,003	-0,047	0,023	-0,205**	-0,004	-0,085	-0,176**	0,158**	-0,118*	0,097*	0,036	-0,030	-0,086	-0,046	-0,074	0,056	0,021	0,006	-0,027	-0,028	0,162**	-0,135**	
6. Top3 omistajat	-0,160**	-0,085	-0,142**	0,075	0,029	-	-0,148**	-0,114*	-0,094*	-0,333**	-0,222**	0,146**	-0,075	-0,043	-0,003	-0,053	0,197**	-0,076	-0,103*	0,197**	-0,165**	-0,008	-0,006	0,013	-0,299**	0,115*	0,186**	
7. Johtokunta jäsenmäärä	0,365**	0,372**	0,131**	0,151**	-0,036	-0,203**	-	0,371**	-0,004	0,139**	0,161**	-0,181**	0,036	0,399**	0,107*	0,082	-0,242**	0,112*	0,054	-0,107**	-0,087	0,038	-0,022	-0,016	0,184**	0,175**	-0,360**	
8. Hallitus jäsenmäärä	0,493**	0,511**	0,144**	0,206**	-0,031	-0,114*	0,378**	-	-0,181**	0,024	0,378**	-0,207**	-0,061	0,500**	-0,041	0,183**	-0,162**	0,160**	-0,008	-0,224**	0,080	0,026	-0,024	-0,002	0,096*	0,427**	-0,524**	
9. Hallituksen riippumattomuus yhtiöstä	-0,078	-0,051	-0,027	0,004	-0,190**	-0,093*	0,025	-0,188**	-	0,107*	-0,107*	0,220**	-0,165**	-0,035	-0,080	-0,050	0,050	0,082	0,010	0,017	0,020	0,004	0,019	-0,024	0,011	-0,307**	0,297**	
10. Hallituksen riippumattomuus osakkeenomistajista	0,066	0,063	0,063	-0,122*	0,029	-0,322**	0,123**	0,005	0,107*	-	0,068	0,021	0,100*	0,145**	-0,084	-0,084	-0,009	0,103*	0,089	-0,049	0,099*	-0,009	-0,009	0,018	0,260**	-0,223**	-0,037	
11. Hallituksen jäsenen Pohjoismaiden ulkopuolelta	0,320**	0,244**	0,120*	0,023	0,000	-0,195**	0,171**	0,308**	-0,065	0,036	-	-0,076	-0,131**	0,130**	-0,068	0,070	0,033	0,043	0,057	-0,235**	0,121*	0,017	0,007	-0,024	0,079	0,119*	-0,199**	
12. Naisten lukumäärä hallituksessa	-0,032	-0,023	0,136**	-0,088	-0,184**	0,127**	-0,236**	-0,159**	0,184**	0,036	-0,082	-	-0,013	-0,073	-0,275**	0,034	0,335**	-0,103*	0,046	0,105*	-0,021	0,075	-0,003	-0,071	-0,433**	-0,173**	0,609**	
13. Menestys ROA	0,097*	0,061	0,040	-0,049	0,161**	-0,058	0,091	-0,030	-0,084	0,085	-0,187**	-0,024	-	-0,027	0,075	0,122**	-0,096*	-0,182**	0,070	0,012	-0,061	0,044	-0,039	-0,005	-0,087	0,222**	-0,135**	
14. Koko ln(liikevaihto)	0,615**	0,662**	0,242**	0,142**	-0,090	-0,014	0,367**	0,397**	-0,084	0,108*	0,002	-0,066	0,259**	-	0,121*	-0,051	-0,151**	0,229**	0,016	-0,009	-0,243**	0,027	-0,018	-0,009	0,078	0,204**	-0,283**	
15. Teollisuus	0,040	0,024	0,062	0,156**	0,105*	0,001	0,137**	-0,025	-0,045	-0,072	-0,079	-0,279**	0,081	0,145**	-	-0,303**	-0,256**	-0,248**	-0,248**	-0,220**	-0,195**	-0,001	-0,001	0,002	0,057	0,151**	-0,209**	
16. Kulutustavarat- ja palvelut	0,026	0,043	-0,035	-0,134**	0,036	-0,054	0,090	0,174**	-0,031	-0,075	0,076	0,058	0,151**	-0,004	-0,303**	-	-0,163**	-0,158**	-0,158**	-0,140**	-0,124**	-0,001	-0,001	0,001	-0,003	0,154**	-0,152**	
17. Energia	-0,089	-0,107*	-0,022	-0,063	-0,054	0,198**	-0,268**	-0,167**	0,052	-0,013	0,037	0,309**	-0,160**	-0,104*	-0,256**	-0,163**	-	-0,133**	-0,133**	-0,118*	-0,105*	-0,001	-0,001	0,001	-0,177**	-0,219**	0,398**	
18. Perusmateriaalit	0,161**	0,179**	0,078	0,055	-0,125**	-0,091	0,102*	0,142**	0,042	0,093*	0,007	-0,101	-0,081	0,187**	-0,248**	-0,158**	-0,133**	-	-0,129**	-0,114*	-0,102*	-0,001	-0,001	0,001	0,102*	0,014	-0,117*	
19. Informaatiotekniikka	0,042	0,012	0,039	-0,038	-0,017	-0,115*	0,044	0,019	-0,001	0,084	0,057	0,047	0,055	0,038	-0,248**	-0,158**	-0,133**	-0,129**	-	-0,114*	-0,102*	-0,001	-0,001	0,001	0,013	-0,120*	0,108*	
20. Päivittäistavarat	-0,126**	-0,063	-0,143**	-0,054	-0,071	0,214**	-0,119*	-0,218**	-0,026	-0,052	-0,203**	0,097*	0,027	0,014	-0,220**	-0,140**	-0,118*	-0,114*	-0,114*	-	-0,090	0,005	0,005	-0,010	0,020	-0,143**	0,124**	
21. Terveystieteiden huolto	-0,104*	-0,131**	-0,019	0,028	0,080	-0,159**	-0,081	0,053	0,037	0,091	0,134**	-0,009	-0,154**	-0,412**	-0,195**	-0,124**	-	-0,102*	-0,102*	-0,090	-	0,000	0,000	0,001	-0,038	0,072	-0,034	
22. 2011	0,136**	0,111*	0,077	0,018	0,015	-0,004	0,026	0,024	0,013	-0,004	0,028	0,082	0,059	0,033	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	0,005	0,000	-	-0,502**	-0,499**	-0,001	0,002	-0,001
23. 2010	0,051	0,029	0,019	-0,011	-0,001	-0,007	-0,020	-0,026	0,022	-0,009	0,005	0,002	-0,015	-0,009	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	-0,001	0,005	0,000	-	-0,499**	-0,001	0,002	-0,001	
24. 2009	-0,188**	-0,141**	-0,096*	-0,008	-0,014	0,011	-0,006	0,002	-0,035	0,013	-0,034	-0,084	-0,044	-0,024	0,002	0,001	0,001	0,001	0,001	0,001	-0,010	0,001	-0,499**	-0,499**	-	0,002	-0,004	0,002
25. Suomi	-0,025	0,017	-0,236**	-0,004	-0,052	-0,303**	0,200**	0,092	0,003	0,242**	0,048	-0,440**	-0,019	0,085	0,057	-0,003	-0,177**	0,102*	0,013	0,020	-0,038	-0,001	-0,001	0,002	-	-0,504**	-0,499**	
26. Ruotsi	0,358**	0,338**	0,170**	0,125**	0,156**	0,112*	0,164**	0,418**	-0,240**	-0,222**	0,110*	-0,140**	0,203**	0,193**	0,151**	0,154**	-0,219**	0,014	-0,120*	-0,143**	0,072	0,002	0,002	-0,004	-0,504**	-	-0,497**	
27. Norja	-0,335**	-0,357**	0,066	-0,121*	-0,104*	0,192**	-0,366**	-0,511**	0,238**	-0,020	-0,159**	0,582**	-0,184**	-0,279**	-0,209**	-0,152**	0,398**	-0,117*	0,108*	0,124**	-0,034	-0,001	-0,001	0,002	-0,499**	-0,497**	-	

Liite 2. Regressioanalyysi ilman yritysvoisia, jolloin toimitusjohtaja on vaihtunut

Taulukossa on raportoitu regressioanalyysin tulokset corporate governance -muuttujien vaikutuksesta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon, kiinteään palkkaan sekä muuttuvaan palkkaan ja luontoiseduihin. Kokonaiskäteispalkkio sisältää kiinteän palkan, muuttuvan palkan ja luontoisedut. Otos koostuu Suomen, Ruotsin ja Norjan suurimmista pörssiyrityksistä maiden pörssien 2.11.2012 päätöskurssien markkina-arvojen mukaan laskettuna. Otos sisältää tietoja yrityksistä ajanjaksolta 2008–2011. Taulukosta on poistettu yritysvoimet, jolloin toimitusjohtaja on vaihtunut. Muuttujien jälkeinen +/- tarkoittaa odotettua vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ennen regressioanalyysia. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on lihavoitu p-arvo $\leq 5\%$ tasolla.

Selittävä muuttuja	Selitettävä muuttuja											
	ln(kokonaiskäteispalkkio)				ln(kiinteä palkka)				ln(muuttuva palkka + luontoisedut)			
	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo
	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)	(1)	(2)
Leikkauspiste	...	12,037 (<,0001)	9,291 (<,0001)		11,597 (<,0001)	8,919 (<,0001)		11,265 (<,0001)	9,967 (<,0001)			
Corporate governance -muuttujat												
Toimitusjohtajan ikä	+	0,041 (0,385)	-0,028 (0,437)		0,029 (0,535)	-0,048 (0,186)		0,085 (0,110)	0,047 (0,368)			
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	+	-0,121 (0,009)	-0,086 (0,018)		-0,099 (0,033)	-0,035 (0,338)		-0,176 (0,001)	-0,171 (0,001)			
Omistuksen keskittyminen	-	-0,043 (0,355)	-0,091 (0,014)		0,020 (0,667)	-0,023 (0,537)		-0,097 (0,072)	-0,070 (0,195)			
Johdokunnan koko	+/-	0,211 (<,0001)	0,078 (0,039)		0,224 (<,0001)	0,080 (0,033)		0,120 (0,031)	0,074 (0,180)			
Hallituksen koko	+	0,356 (<,0001)	0,031 (0,510)		0,405 (<,0001)	0,049 (0,296)		0,111 (0,056)	-0,079 (0,248)			
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	-	-0,030 (0,506)	0,015 (0,653)		-0,007 (0,885)	0,045 (0,188)		-0,085 (0,106)	-0,067 (0,177)			
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	-	0,033 (0,467)	0,004 (0,916)		0,061 (0,169)	0,015 (0,672)		0,032 (0,541)	0,026 (0,620)			
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksesta	+	0,151 (0,001)	0,186 (<,0001)		0,087 (0,055)	0,125 (<,0001)		0,181 (0,001)	0,191 (<,0001)			
Naisten osuus hallituksessa	-	0,042 (0,356)	0,029 (0,501)		0,051 (0,260)	0,088 (0,044)		-0,144 (0,008)	-0,106 (0,092)			
Kontrollimuuttujat												
ROA	+	...	-0,055 (0,126)		...	-0,122 (0,001)		...	0,025 (0,632)			
ln(liikevaihto)	+	...	0,575 (<,0001)		...	0,625 (<,0001)		...	0,213 (0,001)			
Toimiala-dummyt	?	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...		
Maa-dummyt	?	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...		
Vuosi-dummyt	?	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...	Ei	Kyllä	...		
F-arvo		20,860 (<,0001)	31,583 (<,0001)		20,981 (<,0001)	31,900 (<,0001)		9,888 (<,0001)	7,780 (<,0001)			
Korjattu R ²		0,318	0,626		0,320	0,629		0,189	0,293			
N		384	384		384	384		345	345			

Liite 3. Regressioanalyysi maittain kokonaiskäteispalkkion ja selittävien muuttujien osalta

Taulukossa on raportoitu maakohtaisten regressioanalyysien tulokset corporate governance -muuttujien vaikutuksesta toimitusjohtajan kokonaiskäteispalkkioon. Kokonaiskäteispalkkio sisältää kiinteän palkan, muuttuvan palkan ja luontoisedut. Otos koostuu Suomen, Ruotsin ja Norjan suurimmista pörssiyrityksistä maiden pörssien 2.11.2012 päätöskurssien markkina-arvojen mukaan laskettuna. Otos sisältää tietoja yrityksistä ajanjaksolta 2008–2011. Muuttujien jälkeinen +/- tarkoittaa odotettua vaikutusta toimitusjohtajan palkitsemiseen ennen regressioanalyysia. Tilastollisesti merkitsevät regressiokertoimet on lihavoitu p-arvo $\leq 5\%$ tasolla.

Selittävä muuttuja	Maa												
	Suomi				Ruotsi				Norja				
	ln(kokonaiskäteispalkkio)		ln(kokonaiskäteispalkkio)		ln(kokonaiskäteispalkkio)		ln(kokonaiskäteispalkkio)		ln(kokonaiskäteispalkkio)		ln(kokonaiskäteispalkkio)		
	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	β	p-arvo	
	(1)		(2)		(1)		(2)		(1)		(2)		
Leikkauspiste	...	9,933	(<,0001)	7,974	(<,0001)	13,482	(<,0001)	8,470	(<,0001)	12,359	(<,0001)	10,314	(<,0001)
Corporate governance -muuttujat													
Toimitusjohtajan ikä	+	0,280	(<,0001)	0,018	(0,811)	-0,060	(0,443)	-0,130	(0,033)	0,070	(0,391)	0,018	(0,804)
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	+	-0,133	(0,091)	0,131	(0,108)	-0,070	(0,451)	0,112	(0,130)	-0,241	(0,002)	-0,253	(<,0001)
Omistuksen keskittyminen	-	-0,026	(0,755)	-0,062	(0,432)	-0,101	(0,209)	-0,100	(0,097)	-0,028	(0,726)	-0,084	(0,288)
Johtokunnan koko	+/-	0,153	(0,029)	0,088	(0,153)	0,082	(0,314)	0,031	(0,602)	0,235	(0,005)	0,050	(0,501)
Hallituksen koko	+	0,274	(<,0001)	0,044	(0,610)	0,263	(0,003)	-0,085	(0,212)	0,071	(0,380)	0,132	(0,083)
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	-	0,089	(0,246)	0,143	(0,039)	-0,065	(0,382)	-0,053	(0,310)	0,013	(0,871)	0,108	(0,122)
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	-	0,303	(<,0001)	0,099	(0,223)	-0,085	(0,290)	-0,212	(0,001)	0,085	(0,264)	0,048	(0,482)
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksesta	+	0,072	(0,299)	0,204	(0,003)	0,250	(0,003)	0,123	(0,042)	0,309	(<,0001)	0,416	(<,0001)
Naisten osuus hallituksessa	-	0,181	(0,017)	0,087	(0,237)	0,087	(0,279)	0,185	(0,010)	-0,029	(0,703)	0,001	(0,986)
Kontrollimuuttujat													
ROA	+	0,013	(0,853)	...	...	-0,032	(0,619)	...	...	0,065	(0,349)
ln(liikevaihto)	+	0,620	(<,0001)	...	...	0,768	(<,0001)	...	...	0,460	(<,0001)
Toimiala-dummyt	?	Ei	...	Kyllä	...	Ei	...	Kyllä	...	Ei	...	Kyllä	...
Vuosi-dummyt	?	Ei	...	Kyllä	...	Ei	...	Kyllä	...	Ei	...	Kyllä	...
F-arvo		10,539	(<,0001)	10,782	(<,0001)	5,990	(<,0001)	14,692	(<,0001)	6,862	(<,0001)	9,408	(<,0001)
Korjattu R ²		0,366		0,555		0,233		0,637		0,265		0,522	
N		150		150		149		149		147		147	

Liite 4. Kuvailevat tunnusluvut maittain

SUOMI								
Selittävät muuttujat	Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista							
	Minimi	Maksimi	Keskisarvo	Mediaani	Keskihajonta	Alakvartiili	Yläkvartiili	N
Toimitusjohtajan ikä	42,000	63,000	51,813	51,000	4,741	48,000	56,000	150
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	1,000	23,000	5,453	5,000	4,094	2,000	7,000	150
Omistuksen keskittyminen	0,010	0,888	0,367	0,339	0,222	0,186	0,515	150
Johtokunnan koko	5,000	19,000	8,953	8,000	2,890	7,000	10,000	150
Hallituksen koko	5,000	11,000	7,060	7,000	1,396	6,000	8,000	150
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	0,556	1,000	0,907	1,000	0,125	0,833	1,000	150
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	0,200	1,000	0,818	0,857	0,187	0,692	1,000	150
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksesta	0,000	0,625	0,121	0,000	0,173	0,000	0,200	150
Naisten osuus hallituksessa	0,000	0,500	0,178	0,167	0,120	0,125	0,229	150
Kontrollimuuttujat								
Menestys (ROA)	-51,02	29,65	3,83	4,05	8,98	0,85	7,22	150
Koko (Liikevaihto)	2 120 156	51 148 550 975	1 299 181 126	1 588 411 028	4,679	502 266 700	3 355 067 974	150
RUOTSI								
Selittävät muuttujat	Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista							
	Minimi	Maksimi	Keskisarvo	Mediaani	Keskihajonta	Alakvartiili	Yläkvartiili	N
Toimitusjohtajan ikä	35,000	66,000	52,933	53,000	6,551	48,000	58,000	149
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	1,000	23,000	6,779	5,000	4,945	3,000	9,000	149
Omistuksen keskittyminen	0,086	0,893	0,487	0,456	0,170	0,366	0,587	149
Johtokunnan koko	1,000	18,000	8,805	9,000	3,073	7,000	11,000	149
Hallituksen koko	5,000	12,000	7,772	8,000	1,356	7,000	9,000	149
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	0,444	1,000	0,833	0,900	0,108	0,833	0,900	149
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	0,286	1,000	0,691	0,714	0,181	0,563	0,833	149
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksesta	0,000	0,714	0,136	0,000	0,186	0,000	0,250	149
Naisten osuus hallituksessa	0,000	0,636	0,235	0,231	0,126	0,143	0,308	149
Kontrollimuuttujat								
Menestys (ROA)	-13,88	31,57	7,63	6,33	7,78	3,16	10,85	149
Koko (Liikevaihto)	13 673 907	29 333 616 027	1 712 123 072	1 744 964 415	4,500	603 761 614	5 422 267 918	149
NORJA								
Selittävät muuttujat	Kuvailevat tunnusluvut selittävistä muuttujista							
	Minimi	Maksimi	Keskisarvo	Mediaani	Keskihajonta	Alakvartiili	Yläkvartiili	N
Toimitusjohtajan ikä	34,000	66,000	50,789	51,000	6,781	46,000	55,000	147
Toimitusjohtajan juurtuneisuus	1,000	23,000	5,116	4,000	4,306	2,000	6,000	147
Omistuksen keskittyminen	0,132	0,958	0,510	0,496	0,190	0,368	0,651	147
Johtokunnan koko	2,000	12,000	6,531	7,000	2,434	5,000	8,000	147
Hallituksen koko	4,000	9,000	5,735	5,000	1,125	5,000	7,000	147
Yrityksestä riippumattomat hallituksen jäsenet	0,500	1,000	0,947	1,000	0,111	1,000	1,000	147
Suurimmista osakkeenomistajista riippumattomat hallituksen jäsenet	0,250	1,000	0,747	0,750	0,194	0,600	1,000	147
Pohjoismaiden ulkopuolelta tulevien osuus hallituksesta	0,000	0,600	0,071	0,000	0,150	0,000	0,000	147
Naisten osuus hallituksessa	0,222	0,556	0,376	0,400	0,073	0,333	0,429	147
Kontrollimuuttujat								
Menestys (ROA)	-93,06	68,38	0,95	3,57	16,90	-1,33	8,30	147
Koko (Liikevaihto)	7 094	73 753 921 232	508 004 061	650 986 850	8,390	287 289 220	1 567 738 544	147